

NOTE ETABLIE PAR LA SOCIETE
LE TANNEUR & CIE
EN REPONSE
À L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ
LE TANNEUR

INITIÉE PAR
LES SOCIETES TOLOMEI PARTICIPATIONS
ET QATAR LUXURY GROUP - FASHION SPC AGISSANT DE CONCERT



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n°22-434 le 8 novembre 2022 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par Le TANNEUR & CIE et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet ACCURACY représenté par M. Henri Philippe, agissant en qualité d'expert indépendant est inclus dans la présente Note en Réponse.

La présente Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de TOLOMEI PARTICIPATIONS (www.tolomei.fr) et de LE TANNEUR & CIE (www.letanneur.com) et peut être obtenue sans frais sur simple demande au siège social de LE TANNEUR & CIE – 7 rue Tronchet 75008 Paris.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de LE TANNEUR & CIE feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait. Un communiqué sera publié pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

Table des matières

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
1.1. Descriptif de l'Offre	3
1.2. Contexte et motifs de l'Offre	4
1.2.1 Présentation de LTC	4
1.2.2 Historique de l'actionnariat de LTC.....	4
1.2.3 Réorganisation de la Société et groupe Tolomei	5
1.2.4 Opération de retrait de cote de LTC	8
1.2.5 Opérations prévues à l'issue de l'Offre.....	8
1.3. Déclarations de franchissements de seuils	8
1.4. Motifs et intérêts de l'Offre	8
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	9
3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	18
4. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES.....	18
5. INFORMATION DES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ	18
6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	19
7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	20
8. ÉLÉMENTS RELATIFS À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	20
8.1. Structure du capital de la Société	20
8.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de Commerce.....	21
8.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de Commerce	22
8.4. Liste des détenteurs de tout titre conférant des droits de contrôle spéciaux et description desdits droits de contrôle.....	22
8.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	22
8.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	22
8.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	22
8.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	23
8.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	24
8.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration et les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	24
8.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre	24
9. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	24
10. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	25

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Descriptif de l'Offre

En application du Titre III du Livre II en particulier des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, la société TOLOMEI PARTICIPATIONS ¹, société de droit français dont le siège social est sis 7 rue Tronchet 75008 Paris («**TOLOMEI**») et la société QATAR LUXURY GROUP-FASHION SPC², société de droit qatari dont le siège social est sis P.O. Box 15604, DOHA, QATAR («**QLG**»), TOLOMEI et QLG étant ci-après dénommées ensemble les «**Co-Initiateurs**», agissant de concert entre-elles, se sont engagées irrévocablement à offrir aux actionnaires de la société LE TANNEUR & CIE, société anonyme de droit français au capital de 12 144 192 € divisé en 12.144.192 actions de 1 € de valeur nominale chacune, dont le siège social est situé 7 rue Tronchet 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 414 433 797 RCS PARIS («**LTC**» ou la «**Société**») et dont les actions initialement admises sur Euronext Paris ont été radiées de ce marché le 4 septembre 2019 pour être admises concomitamment en date du 5 septembre 2019 aux négociations sur Euronext Growth Paris (ISIN : FR0000075673), d'acquérir la totalité de leurs actions LTC au prix de 4,30 euros par action («**Prix de l'Offre**») payable exclusivement en numéraire dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'«**Offre Publique de Retrait**») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le «**Retrait Obligatoire**», et avec l'Offre Publique de Retrait, l'«**Offre**») dans les conditions décrites dans le Projet de Note d'Information (tel que ce terme est défini ci-dessous).

Dans ce contexte, les Co-Initiateurs, agissant de concert ont déposé un projet de note d'information auprès de l'AMF le 4 octobre 2022 (Avis AMF n°222C2299 du 4 octobre 2022) (le «**Projet de Note d'Information**»).

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont décrits en section 3 de la Note d'Information.

A la date du dépôt du projet de Note en Réponse et de la présente Note en Réponse, les Co-Initiateurs détiennent de concert 11.941.339 actions et autant de droits de vote de la Société³, soit 98,33 % du capital et des droits de vote de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des actions LTC en circulation non détenues, directement ou indirectement, par les Co-Initiateurs, soit à la date de dépôt de l'Offre, un total de 202.853 actions, représentant 1,67 % du capital et des droits de vote de la Société.

La Société ne détient aucune action propre à la date des présentes.

Il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autre que les actions existantes (sauf dispositions mentionnées à la section 8.1 ci-dessous).

L'Offre est présentée par NATIXIS (l'«**Etablissement Présentateur**») qui garantit,

¹ Détenue et contrôlée directement et indirectement par Eric Dailey à hauteur de 99,97% du capital et des droits de vote.

² Contrôlée au plus haut niveau par QATAR FOUNDATION FOR EDUCATION, SCIENCE AND COMMUNITY DEVELOPMENT

³ Les pourcentages en droits de vote ont été calculés sur la base du nombre total d'actions émises auxquelles est attaché un droit de vote, y compris (le cas échéant) les actions auto-détenues privées du droit de vote, en application de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF (nombre de droits de vote théoriques).

conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Co-Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

Dans la mesure où les Co-Initiateurs détiennent d'ores et déjà de concert plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre Publique de Retrait sera suivie d'un Retrait Obligatoire. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions LTC visées non apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées aux Co-Initiateurs, selon une répartition au prorata des participations respectives des deux Co-Initiateurs au capital de la Société, soit 60,9 % pour TOLOMEI et 39,1 % pour QLG (la « **Clé de Répartition** ») moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 4,30 euros par action LTC), nette de tout frais.

1.2. Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Présentation de LTC

La société de maroquinerie LTC est un acteur du secteur de la maroquinerie française avec 59,6 millions d'euros de chiffre d'affaires réalisés en 2021.

Son activité s'articule autour des deux pôles suivants :

- une activité de distribution via l'animation de sa marque propre LE TANNEUR (née en France en 1898) qui propose une gamme complète de sacs, serviettes, petites maroquineries et accessoires pour la femme et l'homme. Cette activité de distribution s'appuie sur un réseau de distribution composés à la fois de magasins en propre, de détaillants indépendants, de chaînes de grands magasins et d'importateurs étrangers.
- une activité de fabrication en sous-traitance avec deux sites en France, Maroquinerie des Orgues (« MDO ») et Merlines Maroquinerie (« Merlines »).

1.2.2 Historique de l'actionnariat de LTC

LTC s'introduit sur Euronext Paris (compartiment C) en 2000.

En juillet 2011, QLG présente une offre publique d'achat simplifiée visant les actions LTC. A la clôture de ladite offre, QLG se trouve détenir 85,73% du capital et au moins 85,22% des droits de vote de LTC, devenant ainsi l'actionnaire majoritaire de LTC (Document AMF n°211C1356 du 27 juillet 2011). Par suite d'une attribution de droits de vote double en janvier 2014, QLG se trouve détenir 90,55 % des droits de vote de LTC (avec 85,58 % du capital) (Document AMF n° 214C0148 du 23 janvier 2014).

LTC fait le constat de la nécessité d'accélérer son développement international et de retravailler son offre produits, ce qui nécessite de renforcer les fonds propres.

C'est dans ce contexte, qu'interviennent des négociations, entre TOLOMEI (leader dans les accessoires de mode et de maroquinerie), QLG et la Société en vue de restaurer l'équilibre financier de la Société et de son groupe, renforcer les fonds propres et la trésorerie de LTC et accélérer son développement en lui adjoignant l'expertise reconnue de TOLOMEI (et de son propre groupe) dans le secteur et le redressement de sociétés en difficultés dans ce secteur d'activités.

Ce rapprochement qui a pour objectif d'assurer à TOLOMEI une participation majoritaire dans le capital de la Société prend la forme d'un plan de recapitalisation réalisé en trois étapes successives : (i) augmentation de capital réservée à TOLOMEI d'un montant de 10.800.000 euros au prix de 2,50 euros par action (Document ayant reçu le Visa AMF n°17-491 du 18 septembre 2017), (ii) offre publique d'achat obligatoire simplifiée initiée par TOLOMEI sur les actions de la Société non détenues par TOLOMEI au prix de 2,50 euros par action, à laquelle QLG n'a pas (conformément à l'engagement qu'elle avait pris) apporté ses actions et au titre de laquelle TOLOMEI n'a pas mis en œuvre une procédure de retrait obligatoire (Décision de conformité AMF n° 217C2431 du 17 octobre 2017) (iii) et augmentation de capital en numéraire avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires d'un montant de 3.542.056 euros au prix d'1 euro par action à laquelle a souscrit QLG à hauteur d'1.000.000 d'euros (Document ayant reçu le Visa AMF n°17-623 du 1er décembre 2017).

A l'issue de ces opérations, TOLOMEI devient l'actionnaire majoritaire de LTC (se trouvant détenir 59,85% du capital et des droits de vote de LTC aux côtés de QLG (qui en détient 38,41%).

Parallèlement au plan de recapitalisation susvisé, un pacte d'actionnaires a été conclu entre QLG et TOLOMEI le 29 septembre 2017 régissant leurs relations au sein de LTC (aux termes duquel QLG et TOLOMEI déclarent ne pas agir de concert vis-à-vis de LTC) dont les principales stipulations sont les suivantes :

- QLG dispose du droit de désigner deux administrateurs tant qu'elle détient plus de 20% du capital de la Société et un administrateur si elle détient entre 10% et 20% du capital de LTC ;
- QLG peut désigner un membre du comité d'audit (si un tel comité venait à être mis en place) tant qu'elle détient plus de 10% du capital de la Société ;
- Certaines décisions stratégiques ne peuvent être valablement approuvées par le Conseil d'Administration que si elles reçoivent le vote favorable de la majorité de l'ensemble des membres du Conseil d'Administration incluant au moins un administrateur désigné par QLG (le « **Pacte** »).

Le Pacte a été conclu pour une durée de dix années (étant toutefois convenu qu'il prendrait fin par anticipation en cas de franchissement à la baisse du seuil de 10% en capital).

En 2019, désireuse d'être cotée sur un marché plus adapté à sa taille, offrant un cadre réglementaire mieux adapté aux PME, évitant la lourdeur de fonctionnement du marché Euronext, LTC dépose une demande de radiation de ses titres du marché réglementé d'Euronext Paris et d'admission concomitante aux négociations sur le marché Euronext Growth Paris (approuvée par l'Euronext Listing Board en date du 14 août 2019). Le transfert effectif des titres LTC sur Euronext Growth Paris est réalisé en date du 5 septembre 2019.

1.2.3 Réorganisation de la Société et groupe Tolomei

TOLOMEI et QLG ont entamé de nouvelles discussions courant 2022 à l'effet de redéfinir la stratégie à mener en commun pour pérenniser la Société et accélérer son développement.

Elles envisagent maintenant une réorganisation structurelle et opérationnelle du Groupe Tolomei afin de (i) donner à LTC l'envergure nécessaire pour financer et accélérer le repositionnement de la marque LE TANNEUR sur une base autonome et permettre à LTC de prospérer à long terme, (ii) créer une entreprise française de maroquinerie de premier plan par le regroupement de MDO, Merlines, ADM, Atelier 72 et MMD au sein de LTC, (iii) lancer une

stratégie dynamique de croissance externe (*buy-and-build*) en France et en Europe afin de poursuivre la croissance et la diversification de l'activité Leonore (du point de vue des clients, des produits et de la géographie) dans le cadre du périmètre LEONORE (visé ci-dessous) et (iv) poursuivre le développement du périmètre d'EPIDAURE (visé ci-dessous), en capitalisant sur une relation de confiance à long terme avec les clients. Leurs échanges ont abouti à la signature le 3 octobre 2022 d'un projet de réorganisation du périmètre des participations détenues par TOLOMEI au sein du groupe, fondée sur (i) une acquisition à 100 % par LTC d'un sous-groupe opérationnel composé des sociétés Tolomei Excellence, Atelier du Maroquinier, Atelier 72 et Manufacture de Maroquinerie du Dauphiné (détenu jusqu'à présent à 100% par GUCCIO TOLOMEI, filiale à 100% de TOLOMEI) afin de constituer le périmètre « **LÉONORE** », composé des sociétés acquises et des sociétés Maroquinerie des Orgues (MDO) et Merlines déjà détenues par LTC ; (ii) une modification des participations dans LTC (après réalisation de l'Offre) ramenée pour QLG à hauteur de 30,3 % du capital (et des droits de vote) et portée pour TOLOMEI à 69,7 % du capital (et des droits de vote); et (iii) une prise de participation minoritaire de 30,3% de QLG au sein des entités d'un autre sous-groupe opérationnel dit « **EPIDAURE** » (détenu jusqu'à présent à 100% par GUCCIO TOLOMEI, filiale à 100% de TOLOMEI, et regroupant les sociétés Epidaure Excellence, Epidaure 26, Epidaure 72 et Epidaure Holding).

➤ **Concernant la création du périmètre LÉONORE :**

- L'opération LÉONORE consiste à transférer 100 % des titres des sociétés Tolomei Excellence, Atelier du Maroquinier, Atelier 72 et Manufacture de Maroquinerie du Dauphiné, actuelles filiales de Guccio Tolomei, à LTC.
- Ce transfert s'effectuera par une acquisition d'une partie des actions des entités Léonore détenues par Guccio Tolomei par LTC et par l'apport du solde des actions des entités Léonore détenu par Guccio Tolomei à LTC.
- LTC réalisera une augmentation de capital à un prix fixé à 3,50 € par action pour rémunérer l'opération d'apport de titres réalisé par Guccio Tolomei et l'apport en numéraire de QLG, conduisant à une détention du capital de LTC post opération de l'ordre de 69,7 % pour Guccio Tolomei et 30,3 % pour QLG.
- LTC transférera les entités LÉONORE, MDO et Merlines au profit d'une Newco : Newco LÉONORE.

L'opération LEONORE sera financée par :

- Un apport en numéraire de QLG de l'ordre de 12.159.251 d'euros au bénéfice de LTC ;
- Un prêt bancaire souscrit par LTC pour un montant de l'ordre de 22.200.000 euros ;
- L'incorporation au capital social de LTC du compte courant d'associé de QLG de 2.000.000 d'euros ;
- Un apport en compte courant de la part de TOLOMEI d'un montant total de 6.100.000 euros, après remboursement du compte courant existant.

➤ **Concernant la création du périmètre EPIDAURE :**

L'opération EPIDAURE consiste à transférer 100 % des titres d'Epidaure Holding détenus par Guccio Tolomei à une holding de tête du périmètre EPIDAURE : « Newco Epidaure ».

Le transfert s'effectuera de la façon suivante : (i) une acquisition à titre onéreux d'une partie des actions d'Epidaure Holding par Newco Epidaure auprès de Guccio Tolomei, (ii) un apport du solde des actions Epidaure Holding réalisé par Guccio Tolomei à Newco Epidaure, (iii) Newco Epidaure réalisera une augmentation de capital au profit de Guccio Tolomei au titre de

l'apport des actions Epidaure Holding par Guccio Tolomei et une augmentation de capital au profit de QLG pour rémunérer son apport en numéraire, conduisant à une répartition du capital de Newco Epidaure post augmentation de capital de l'ordre de : 69,7 % par Guccio Tolomei et 30,3 % par QLG.

L'opération EPIDAURE serait financée par un apport en numéraire de QLG au profit de Newco Epidaure et par un prêt bancaire souscrit par Epidaure Newco.

Cette décision de réorganisation se base sur un protocole d'investissements intervenant entre TOLOMEI et QLG (en présence de LTC) dénommé « Investment Agreement » (l'« **Investment Agreement** ») qui vient préciser les termes et conditions des opérations envisagées, le calendrier des opérations, les engagements devant être pris par chacune des parties participantes ainsi que les termes et conditions des pactes d'associés devant être mis en place chez LTC et Newco Epidaure. L'Investment Agreement comporte en annexe les projets de Term sheets emportant respectivement (i) nouveau pacte d'actionnaires entre TOLOMEI et QLG au sein de LTC et (ii) pacte d'actionnaires entre TOLOMEI et QLG au sein de Newco Epidaure (ensemble, les « **SHA Term Sheets** »).

Les SHA Term Sheets ont pour objet de :

- au sein de LTC : préciser les conditions et modalités de la mise en œuvre de la politique commune décidée par TOLOMEI en concertation avec QLG au sein de LTC sur une période durable, d'organiser en conséquence les modalités de gestion future de LTC et la gouvernance associée, d'acquérir la totalité des actions de LTC non détenues par TOLOMEI et QLG en co-initiant en concert vis-à-vis de LTC (ensemble, les « **Co-Initiateurs** »), un projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF ;
- au sein de Newco Epidaure : organiser les relations d'actionnaires de TOLOMEI et QLG au sein de Newco Epidaure.

La signature de l'Investment Agreement ne pouvant intervenir qu'à l'issue des délais de finalisation du processus réglementaire d'information et de consultation des institutions représentatives du personnel (les « **IRP** ») des entités attachées aux périmètres LEONORE et EPIDAURE sur les opérations envisagées au sein desdits périmètres LEONORE et EPIDAURE (la « **Procédure d'information/consultation IRP** »), QLG et TOLOMEI en présence de LTC et de Guccio Tolomei ont signé le 3 octobre 2022 un protocole d'accord dénommé « Memorandum of Understanding » auquel sont annexés les projets d'Investment Agreement et de SHA Term Sheets (l'ensemble de ces documents avec le cas échéant leurs propres annexes ensemble, le « **Memorandum of Understanding** »).

Le Memorandum of Understanding a pour objet de matérialiser les engagements irrévocables à exécuter, à savoir l'Investment Agreement et les SHA Term Sheets, à l'expiration du délai réglementaire imparti aux IRP pour restituer dans les conditions légales leur avis sur les opérations attachées aux périmètres LEONORE, MDO, Merlines et EPIDAURE. Il est précisé que l'Offre n'est soumise de son côté qu'au processus réglementaire d'information (sans la consultation) des IRP (la « **Procédure d'information IRP** »).

Par ailleurs, aux termes du Memorandum of Understanding, TOLOMEI et QLG ont décidé de modifier avec effet immédiat certaines stipulations du Pacte d'actionnaires en date du 29 septembre 2017 à l'effet de refléter leur volonté de mettre en œuvre une politique commune

vis-à-vis de LTC déterminée de manière concertée entre les deux actionnaires (étant rappelé que TOLOMEI continuera de détenir le contrôle exclusif de LTC).

La signature du Memorandum of Understanding constitutive d'une action de concert entre QLG et Tolomei vis-à-vis de LTC a été annoncée dans un communiqué publié le 3 octobre 2022.

1.2.4 Opération de retrait de cote de LTC

En parallèle de cette réorganisation et comme prévu aux termes du Memorandum of Understanding, TOLOMEI et QLG, prenant acte du fait que la cotation des actions LTC ne présentait plus un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre LTC et détenant de concert plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, à la date du projet de Note d'Information, agissant de concert vis-à-vis de la Société, ont décidé de lancer un projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire portant sur les titres LTC.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, les Co-Initiateurs, agissant de concert ont annoncé, aux termes de leur communiqué de presse du 4 octobre 2022, leur intention de mettre en œuvre la présente Offre au prix de 4,30 euros et ont déposé auprès de l'AMF le 4 octobre 2022 le projet de Note d'Information.

1.2.5 Opérations prévues à l'issue de l'Offre

A l'issue de l'Offre, la Société sera détenue à 100% par les Co-Initiateurs agissant de concert qui appliqueront leurs engagements au sein de LTC conformément aux modalités du Memorandum of Understanding, de l'Investment Agreement et du SHA Term Sheet LTC et mèneront à leur terme l'ensemble des opérations ci-dessus décrites de telle sorte que LTC contrôle l'ensemble des entités du périmètre LÉONORE et que QLG participe au capital des entités du périmètre EPIDAURE et ce, dans les conditions et modalités du Protocole d'Investissements.

1.3. Déclarations de franchissements de seuils

Il est rappelé que les sociétés cotées sur Euronext Growth ne doivent communiquer au marché, en termes d'évolution de l'actionnariat, que les franchissements de seuils (à la hausse ou à la baisse) de 50% et 90% du capital et/ou des droits de vote. Dans ce cadre, TOLOMEI et QLG, agissant de concert vis-à-vis de la Société, ont déclaré à l'AMF dans le délai réglementaire et à la Société avoir franchi à la hausse le 3 octobre 2022 du fait de leur mise en concert le seuil de 90% du capital et des droits de vote de LTC (Avis AMF n°222C2310 du 5 octobre 2022).

A la date de la Note d'Information, les Co-Initiateurs détiennent de concert 11.941.339 actions de la Société, représentant 98,33% du capital et des droits de vote de LTC (calculé en application de l'article L223-11 du règlement général de l'AMF).

1.4. Motifs et intérêts de l'Offre

Détenant de concert plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société à la date du projet de Note d'Information, les Co-Initiateurs, agissant de concert, ont décidé de déposer auprès de l'AMF une Offre Publique de Retrait qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF.

L'Offre est réalisée dans l'objectif d'acquérir l'ensemble des actions LTC non détenues par les Co-Initiateurs de concert et de radier les actions LTC d'Euronext Growth Paris.

En effet, compte-tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échanges sur les actions, les Co-Initiateurs ont considéré qu'un maintien de la cotation des actions LTC n'était plus justifié.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres à la négociation sur le marché Euronext Growth Paris et par conséquent aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext Growth Paris.

Les actionnaires minoritaires de LTC, du fait de l'Offre, obtiendront quant à eux une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions LTC.

L'Offre permet ainsi de répondre au manque de liquidité du titre LTC, les volumes échangés sur le marché s'avérant faibles depuis plusieurs années, et de proposer aux actionnaires minoritaires, qui, dans ce marché étroit, risquent de ne pouvoir que très difficilement négocier leurs titres, une sortie du capital de la Société au Prix de l'Offre (décrit plus en détail en section 3 de la Note d'Information).

En particulier, le Prix de l'Offre, de 4,30 euros par action LTC (en ligne avec le cours maximum atteint sur trois ans), payable en numéraire, extériorise des primes par rapport aux valeurs de l'action LTC issues de l'ensemble des méthodes valorisation retenues, comme présenté en section 3 de la Note d'Information ainsi qu'en Annexe des présentes.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration s'est réuni le 20 octobre 2022 afin d'examiner le projet d'Offre et rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre en ce compris le Retrait Obligatoire, pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Eric DAILEY, en sa qualité de Président du Conseil d'administration, en présence de tous les membres du Conseil d'administration Madame Laurence MOTTET, Messieurs Christian RONDELET, Faleh AL NASR et Reza ALI.

L'Expert Indépendant, M. Henri PHILIPPE (représentant le Cabinet ACCURACY) s'est excusé de ne pouvoir assister à la réunion « physiquement », précisant cependant être à la disposition du Conseil par téléphone si besoin.

Madame Caroline LLINARES, Directrice financière et juridique, assiste également à la séance ainsi que Madame Delphine ANDRADE, déléguée du Comité Social et Economique (CSE).

Le Conseil d'administration a établi son Avis Motivé sur l'Offre qu'il a rendu à l'unanimité de ses membres dans les termes de l'extrait du procès-verbal du Conseil d'administration du 20 octobre 2022 ci-dessous reproduit in extenso ci-après :

**« EXTRAIT DU PROCES-VERBAL DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DU 20 octobre 2022
[....]**

Examen du projet d'offre publique de retrait qui sera suivie d'un retrait obligatoire portant sur les actions de la Société initiée et déposée auprès de l'Autorité des marchés financiers par les sociétés TOLOMEI PARTICIPATIONS et QATAR LUXURY GROUP -FASHION SPC agissant de concert ; Remise, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF d'un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés ; délégation de pouvoirs au Président

Le Président rappelle au Conseil que les actionnaires TOLOMEI PARTICIPATIONS et QATAR LUXURY GROUP -FASHION SPC agissant de concert (les « **Co-Initiateurs** »), détenant de concert plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, ont déposé le 4 octobre 2022 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF portant sur la totalité des actions LTC non détenues directement ou indirectement par les Co-Initiateurs à la date du Projet de Note d'Information tel que ce terme est défini ci-dessous (les « **Actions Non Détenues** »).

L'objectif poursuivi par les Co-Initiateurs est d'acquérir l'ensemble des Actions Non Détenues, soit à la connaissance des Co-Initiateurs, 202.853 actions (et autant de droits de vote) de la Société, soit 1,67 % du capital social (et des droits de vote) de LTC et de radier les actions LTC de la Société d'Euronext Growth Paris.

Monsieur Eric DAILEY indique qu'un projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») doit être établi par la Société et déposé auprès de l'AMF conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF. Il appartient au Conseil d'administration d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre en ce compris le Retrait Obligatoire, pour la Société, ses actionnaires et ses salariés (l'« **Avis Motivé** »).. L'Avis Motivé sera intégré dans le Projet de Note en Réponse.

Le Président rappelle que conformément aux dispositions de l'article 261-1 I (1° et 2°) et II du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration, lors de sa précédente séance du 18 juillet 2022, après avoir constaté qu'il n'était pas (faute d'administrateurs indépendants en son sein) en mesure de constituer le Comité ad hoc mentionné au III de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, a soumis à l'AMF (en application de l'article 261-1-1 du même règlement), le nom de l'expert indépendant pressenti, le Cabinet ACCURACY (représenté par Monsieur Henri PHILIPPE) (l'« **Expert Indépendant** ») qui n'a fait l'objet d'aucune opposition de la part de l'AMF.

Il ajoute que préalablement à la présente réunion, il a été mis à la disposition des membres du Conseil d'administration l'ensemble de la documentation de l'Offre portant sur les actions de la Société initiée par les Co-Initiateurs, savoir :

- (i) la lettre d'affirmation de la Société adressée à l'Expert Indépendant, le cabinet ACCURACY, préalablement à la remise du rapport de ce dernier ;
- (ii) le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») établi conjointement par les Co-Initiateurs contenant les caractéristiques du projet d'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement bancaire NATIXIS (l'« **Etablissement Présentateur** »), qui a été déposé auprès de l'AMF le 4 octobre 2022 et fait l'objet (à la même date) de l'avis de dépôt AMF n°222C2299 ;
- (iii) le rapport du Cabinet ACCURACY, agissant en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux articles 261-1, I 1°, 261-1, I 2° et 261-1, II du Règlement général de l'AMF, pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire ; et

(iv) le Projet de Note en Réponse de la Société établi conformément à l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF et le projet de communiqué de presse relatif au projet de Note en Réponse établi par la Société en application de l'article 231-26 du règlement précité (ces documents, ensemble et/ou séparément, la « **Documentation de l'Offre** »).

Monsieur Eric DAILEY expose qu'à défaut de Comité ad hoc, les échanges avec Monsieur Henri PHILIPPE, représentant le cabinet ACCURACY sont intervenus avec lui-même et certains administrateurs (Madame Laurence MOTTET, Monsieur Christian RONDELET) en présence de la Directrice Financière & Juridique Madame Caroline LLINARES.

Les échanges ont porté sur les points principaux suivants : activité de la Société, positionnement de la marque LE TANNEUR, évolution des résultats (éléments du compte de résultat, bilanciers et de flux de trésorerie pour la période 2019 au 30 juin 2022), cours de bourse et le cas échéant transactions récentes sur le capital, présentation du plan d'affaires, perspectives de développement et effets attendus du rapprochement avec certaines filiales de TOLOMEI PARTICIPATIONS ou de la réorganisation du groupe Tolomei.

Le Président commente successivement les dispositions principales des termes de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix d'Offre par les Co-Initiateurs, tels que figurant dans la section 3 du Projet de Note d'Information sur la base des travaux de l'Etablissement Présentateur.

Il présente ensuite le rapport établi conformément aux termes de l'article 261-1 I (1^{er} et 2^o) et II du règlement général de l'AMF par Monsieur Henri PHILIPPE du Cabinet ACCURACY (le « **Rapport de l'Expert Indépendant** »).

Après avoir rappelé le cadre réglementaire de l'intervention et de la mission de Monsieur Henri PHILIPPE consistant à apprécier le caractère équitable du Prix d'Offre, le Président expose aux membres du Conseil les spécificités des travaux d'évaluation menés pour le compte de la Société par l'Expert Indépendant et les diverses analyses de ce dernier aux fins d'estimer la valeur des actions de la Société (la « **Valeur Intrinsèque** »), dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par l'AMF.

L'Expert Indépendant a indiqué avoir procédé à l'analyse de l'activité de la Société, en notant qu'elle relève de deux activités distinctes : une activité de confection de maroquinerie en sous-traitance dont la production est assurée par 3 ateliers situés sur deux sites en France (« **LTC Manufacture** » « **Activité de Sous-Traitance** ») et une activité de conception et de commercialisation d'articles de maroquinerie sous la marque Le Tanneur, distribuée au travers d'un réseau de distribution de magasins, corners et outlet en France et à l'étranger et d'un site de vente en ligne (« **LTC Marque Propre** » « **Activité Marque Propre** »).

L'Expert Indépendant a analysé l'évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBIT depuis 2014 tant pour LTC Manufacture que pour LTC Marque Propre, en se livrant en outre pour l'Activité Marque Propre à une analyse de la décomposition des ventes en 2019 et 2022 par canal de distribution et à l'international. Il a examiné la performance financière historique de la Société à partir des rapports annuels de la période récente et des comptes consolidés semestriels de la Société arrêtés au 30 juin 2022.

Il a également examiné la vie boursière de l'action Le Tanneur & Cie (structure de l'actionnariat, liquidité et volatilité du titre) ainsi que l'évolution historique du cours de bourse depuis l'entrée au capital de TOLOMEI PARTICIPATIONS en 2017.

L'Expert Indépendant a fait une revue détaillée du Plan d'Affaires de la Société couvrant la période 2022-2024.

Il a évalué les opérations de réorganisation des activités du groupe Tolomei envisagées dans le cadre du Memorandum of Understanding en date du 3 octobre 2022 pouvant impacter la Société.

L'Expert Indépendant a écarté les références à l'actif net comptable (du fait qu'il n'intègre pas les perspectives futures de croissance et de rentabilité de la Société) et au cours de bourse (du fait que les

volumes échangés soient particulièrement faibles -rotation du flottant de 0,14x sur les 12 derniers mois précédents l'annonce de l'Offre - et que la volatilité du cours soit particulièrement élevée).

Analyse multicritères effectuée

Pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque, l'Expert a adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur du portefeuille d'activités (ou « valeur d'entreprise »), (ii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs/passifs hors exploitation courante, en ce compris la valeur des déficits fiscaux reportables (iii) et, enfin, par solde entre ces deux composantes, la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour Discounted Dividends Model) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour Price Earning Ratio). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais s'avèrent, dans la pratique, trop difficiles à mettre en œuvre pour fournir une estimation fiable de la valeur des capitaux propres. En effet, la première nécessite de nombreuses hypothèses quant à la structure de financement future de la société évaluée, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre par l'Expert Indépendant sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir (i) la méthode DCF (pour Discounted Cash Flows) retenue à titre principal, et (ii) la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables qui au cas d'espèce ne permettent pas selon lui d'obtenir des résultats suffisamment pertinents pour la valorisation.

Dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode DCF, retenue à titre principal, l'Expert Indépendant s'est appuyé sur le Plan d'Affaires de la Société (couvrant la période 2022-2024 et présentant un niveau de détail par entités) qui a servi de base à la réorganisation du groupe Tolomei et aux différentes opérations (décrites dans le Rapport de l'Expert Indépendant)

Dans ses travaux (compte tenu des incertitudes qui pèsent actuellement sur la réussite du Plan d'Affaires), l'Expert Indépendant a distingué – pour l'Activité Marque Propre uniquement – deux scénarios dès l'année 2023 (ces deux scénarios ayant des incidences sur la période d'extrapolation de 6 ans qu'il a établie (2025-2030) et sur le flux normatif.

Le premier scénario (« scénario haut ») correspond sur la période du Plan d'Affaires aux prévisions élaborées par le Management tandis que le second scénario (« scénario bas ») consiste à dégrader la croissance du chiffre d'affaires et des niveaux de marge.

La valeur terminale a été calculée sur la base d'une hypothèse de croissance perpétuelle de 1.75% et l'actualisation des flux a été réalisée en considérant un taux d'actualisation central de 9.1%.

Dans ce contexte, la méthode DCF fait ressortir une valeur des titres de Le Tanneur & Cie au 31 juin 2022 comprise entre 31,2 m€ et 43,8 m€ respectivement en scénario bas et en scénario haut, soit 2,57 € et 3,60 € par action. Sur cette base, le Prix d'Offre de 4,30 € par action proposé par les Co-Initiateurs aux actionnaires minoritaires de LTC pour les Actions Non Détenues extériorise une prime comprise entre 19,3% et 67,4% par rapport à cette estimation de la valeur des titres.

L'Expert Indépendant a effectué une analyse de sensibilité sur les deux paramètres à même d'impacter les résultats de l'évaluation dans le cas présent, à savoir : le taux de marge d'EBITDA normatif et le taux d'actualisation.

Analyse des travaux de l'Etablissement Présentateur

D'un point de vue méthodologique, l'Expert Indépendant indique que l'Etablissement Présentateur a adopté une approche d'évaluation multicritères très proche de la sienne, et un panel de références et de méthodes d'évaluation effectivement retenues également très proche.

La mise en œuvre de la méthode DCF par l'Etablissement Présentateur conduit, en valeur centrale, à une estimation de la valeur de l'action Le Tanneur & Cie inférieure (2,64 €) à celle qui résulte de ses propres travaux (3,09 € en milieu de fourchette, correspondant à la moyenne des scénarios haut et bas), du fait de différences dans certaines hypothèses (période d'extrapolation des prévisions management, taux d'actualisation, croissance à l'infini, etc.).

Les quelques divergences relevées par l'Expert Indépendant n'altèrent pas la conclusion que le Prix d'Offre présente une prime par rapport aux différentes méthodes ou références retenues.

Conclusions

Les conclusions de Monsieur Henri PHILIPPE portées à l'attention du Conseil d'administration, à l'issue de ses analyses, figurent dans le Rapport de l'Expert Indépendant dans les termes suivants :

« Dans le cadre des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui nous conduise à penser que les accords conclus entre les Co-Initiateurs, en présence de LTC, ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

Nous avons porté une attention particulière au projet de réorganisation structurelle et opérationnelle du groupe Tolomei prévu dans le Memorandum of Understanding, signé le 3 octobre 2022 par les Co-Initiateurs. Il ressort en particulier de nos analyses que :

- La valeur de 3,50 € par action LTC retenue par les Co-Initiateurs pour les différentes opérations d'apport, correspond au haut de notre fourchette d'estimations de la Valeur Intrinsèque de LTC.*
- De ce fait, le Prix d'Offre induit une prime de 23% par rapport à cette valeur ayant fait l'objet d'une négociation entre les Co-Initiateurs.*
- Les valeurs retenues pour les opérations d'apport des titres des sociétés du périmètre Léonore et Epidaure semblent raisonnables et correspondent aux pratiques de marché.*

Dans la perspective d'un retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 4,30 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires de la Société est également équitable d'un point de vue financier. En effet, ce prix extériorise une prime par rapport aux estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre 19% et 67%, niveau de prime qui nous semble raisonnable au regard des considérations suivantes :

- Ce prix reflète un scénario relativement optimiste avec un objectif de retour à la rentabilité de la marque Le Tanneur dès 2023.*
- Aucune synergie n'est anticipée, dans la mesure où le contrôle de la Société reste inchangé.*

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de LTC dans le cadre du retrait obligatoire. »

Le Président souligne la qualité des travaux conduits par Monsieur Henri PHILIPPE en tant qu'Expert Indépendant et de la présentation de son rapport.

Monsieur Eric DAILEY ouvre enfin la discussion.

Après différents échanges entre les administrateurs, le **Conseil d'administration** :

1. Statuant, à l'unanimité de ses membres, fait les déclarations ci-dessous s'agissant de la présentation des principaux termes de l'Offre incluant les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre émis par l'Etablissement Présentateur ainsi que des travaux de l'Expert Indépendant :

- S'agissant de la présentation des principaux termes de l'Offre

Le Conseil d'administration déclare avoir pris connaissance de l'Offre co-initiée par les sociétés TOLOMEI PARTICIPATIONS et QATAR LUXURY GROUP -FASHION SPC agissant de concert portant sur les actions de la Société non encore détenues par les Co-Initiateurs et de toutes les pièces incluses dans la Documentation de l'Offre ainsi que de la présentation de ces opérations faite par le Président et déclare prendre acte du fait que :

- L'Offre vise la totalité des actions de la Société non encore détenues par les Co-Initiateurs agissant de concert, soit 202. 853 actions, représentant 1,67% du capital et 1,67% des droits de vote de la Société, étant rappelé les Co-Initiateurs détiennent de concert directement 11.941.339 actions et 11.941.339 droits de vote de la Société, soit 98,33% du capital et 98,3% des droits de vote de la Société.
- Les Co-Initiateurs ont indiqué que le maintien de la cotation de la Société ne leur semblait plus justifié compte tenu de la structure de l'actionariat et du faible volume d'échange des actions et que le retrait de la cotation résultant du Retrait Obligatoire permettrait en outre de réduire significativement les contraintes législatives et réglementaires incombant à la Société et qui ne lui sont plus adaptées.
- Le Prix d'Offre ressort à 4,30 euros par action, étant précisé que les éléments d'appréciation du Prix d'Offre figurent dans la section 3 du Projet de Note d'Information des Co-Initiateurs et ont été préparés par NATIXIS, l'Etablissement Présentateur, pour le compte des Co-Initiateurs.
- L'Offre sera ouverte pour une durée de 10 jours de négociation à compter de l'ouverture de l'Offre.
- Les Co-Initiateurs ont exprimé leurs intentions pour les douze mois à venir, dans les termes figurant dans le Projet de Note d'Information et ont ainsi notamment indiqué que :
 - L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite des activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre et des stipulations envisagées dans le Memorandum of Understanding (défini dans le Projet de Note d'Information) ; elle ne devrait pas avoir d'incidence sur la politique industrielle, commerciale et financière de la Société, ni sur la politique sociale de la Société -cette opération s'inscrivant dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de LTC.
 - L'Offre n'entraînera pas de changement au sein de la direction en place ou des mandataires sociaux de la Société.
 - L'Offre n'entraînera aucune synergie dans la mesure où le contrôle de la Société restera stable et exercé conjointement par ses actionnaires de référence. L'essentiel des bénéfices attendus proviendrait de possibles économies liées au fait d'exonérer la Société des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société (ces bénéfices n'ont pas été précisément évalués à ce stade).
 - Il n'est pas envisagé à la date de la Note d'Information et des présentes de procéder à une fusion de la Société. Comme indiqué sous la section 1.1.1 du Projet de Note d'Information, plusieurs opérations sont prévues dans le cadre de la réorganisation de la Société et du groupe Tolomei, de telle sorte que LTC contrôle l'ensemble des entités du périmètre EPIDAURE et ce, dans les conditions et modalités du protocole d'investissements.

- *Il est rappelé que la Société n'a distribué aucune somme à titre de dividende au titre des trois derniers exercices. Compte tenu des besoins de financement de LTC pour poursuivre son développement sur lequel les Co-initiateurs souhaitent se concentrer, les Co-Initiateurs n'envisagent pas de proposer de distribution de dividendes à court terme. Conformément à la loi applicable et aux statuts de la Société, les Co-Initiateurs se réservent le droit de proposer aux prochaines assemblées générales de modifier la politique de distribution des dividendes.*
- *Les Co-Initiateurs ont indiqué que l'Offre sera suivie par la menée à leur terme de l'ensemble des opérations décrites sous la section 1.1.1 du Projet de Note d'Information.*
- *Les Co-Initiateurs ont indiqué leur intention de demander immédiatement à l'issue de l'Offre Publique de Retrait la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire conformément aux articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF. Cette procédure de retrait entraînera la radiation des actions de la Société d'Euronext Growth Paris.*
- *S'agissant de la présentation des éléments d'appréciation du Prix d'Offre par les Co-Initiateurs*

Le Conseil d'administration déclare avoir pris connaissance des éléments d'appréciation du Prix d'Offre, tels que figurant dans la section 3 du Projet de Note d'Information et relève, sur la base des travaux de l'Etablissement Présentateur (et notamment de sa synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre), que :

- *Le Prix de l'Offre, de 4,30 euros par action LTC (en ligne avec le cours maximum atteint sur trois ans), payable en numéraire, extériorise des primes par rapport aux valeurs de l'action LTC issues de l'ensemble des méthodes valorisation retenues.*
- *Le Prix d'Offre fait ressortir une prime de 9,7% par rapport au cours de clôture du 29 septembre 2022 avant suspension de la cotation (dernier jour de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre Publique de Retrait suivi d'un Retrait Obligatoire sur les Actions de la Société par les Co-Initiateurs) et des primes respectives de 5,7%, 4,7% et 7,6% sur les moyennes pondérées 1 mois, 3 mois et 6 mois de cotation effective.*
- *L'Etablissement Présentateur note cependant que la liquidité du titre est faible, avec 1,2% du capital échangé sur les 12 mois précédant le dépôt du Projet de Note d'Information (taille limitée du flottant de la Société -moins de 2% du capital de la Société à la date du Projet de Note d'Information).*
- *Le Prix d'Offre extériorise une prime de 62,6 % par rapport aux valeurs par action obtenues par la méthode actualisée des flux de trésorerie (DCF).*

- *S'agissant de la présentation des travaux de l'Expert Indépendant*

Le Conseil d'administration déclare avoir pris connaissance des travaux de l'Expert Indépendant et note les conclusions de ce dernier qui sont exprimées dans le Rapport de l'Expert Indépendant dans les termes suivants :

« Dans le cadre des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui nous conduise à penser que les accords conclus entre les Co-Initiateurs, en présence de LTC, ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

Nous avons porté une attention particulière au projet de réorganisation structurelle et opérationnelle du groupe Tolomei prévu dans le Memorandum of Understanding, signé le 3 octobre 2022 par les Co-Initiateurs. Il ressort en particulier de nos analyses que :

- *La valeur de 3,50 € par action LTC retenue par les Co-Initiateurs pour les différentes opérations d'apport, correspond au haut de notre fourchette d'estimations de la Valeur Intrinsèque de LTC.*

- De ce fait, le Prix d'Offre induit une prime de 23% par rapport à cette valeur ayant fait l'objet d'une négociation entre les Co-Initiateurs.
- Les valeurs retenues pour les opérations d'apport des titres des sociétés du périmètre Léonore et Epidaure semblent raisonnables et correspondent aux pratiques de marché.

Dans la perspective d'un retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 4,30 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires de la Société est également équitable d'un point de vue financier. En effet, ce prix extériorise une prime par rapport aux estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre 19% et 67%, niveau de prime qui nous semble raisonnable au regard des considérations suivantes :

- Ce prix reflète un scénario relativement optimiste avec un objectif de retour à la rentabilité de la marque Le Tanneur dès 2023.
- Aucune synergie n'est anticipée, dans la mesure où le contrôle de la Société reste inchangé.

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de LTC dans le cadre du retrait obligatoire ».

2. Arrête dans les termes ci-dessous, à l'unanimité de ses membres, son Avis Motivé qui sera reproduit in extenso dans la Note en Réponse, savoir :

Le Conseil d'administration, après avoir :

(i)- Examiné les termes de l'Offre tels que figurant dans les documents remis, savoir :

- le Projet de Note d'Information,
- le Rapport de l'Expert Indépendant et plus spécialement les conclusions de l'Expert Indépendant figurant dans ledit rapport,
- le Projet de Note en Réponse de la Société et le projet de communiqué de presse s'y rapportant ;

(ii)- Pris acte des motifs de l'Offre et des intentions des Co-Initiateurs concernant la Société, compte tenu par ailleurs de l'absence de question émanant de la part des actionnaires à l'attention de la Société et/ou de l'Expert Indépendant, sur la base des diligences accomplies et des conclusions de l'Expert Indépendant ;

(iii)- Relevé que :

- s'agissant de l'intérêt de l'Offre et de ses conséquences pour la Société
 - l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite des activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre et des stipulations envisagées dans le Memorandum of Understanding (défini dans le Projet de Note d'Information) et qu'elle n'entraînera pas de changement au sein de la direction en place ou des mandataires sociaux de la Société ni aucune fusion ;
 - l'Offre n'entraînera pas de synergie dans la mesure où le contrôle de la Société restera stable, l'essentiel des bénéfices attendus proviendrait de possibles économies liées au fait d'exonérer la Société des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société (ces bénéfices n'ont pas été précisément évalués à ce stade) ;
 - l'Offre sera suivie des opérations indiquées sous la section 1.1.1 du Projet de Note d'information, dans le cadre de la réorganisation de la Société et du groupe Tolomei de telle sorte que LTC contrôle l'ensemble des entités du périmètre EPIDAURE et ce, dans les conditions et modalités du protocole d'investissements.

- s'agissant de l'intérêt de l'Offre et de ses conséquences pour les actionnaires
 - l'Offre représente pour les actionnaires minoritaires de la Société une opportunité de liquidité immédiate et intégrale de leurs actions LTC,
 - le Prix d'Offre est de 4,30 euros par action et fait ressortir une prime de 9,7% par rapport au dernier cours relevé avant le dépôt de l'Offre le 4 octobre 2022,
 - le Prix d'Offre se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation présentés par l'Expert Indépendant (tels que figurant dans le Rapport de l'Expert Indépendant) en ce que le Prix d'Offre présente une prime par rapport à l'ensemble des différentes méthodes ou références retenues :
 - la méthode d'évaluation par les multiples boursiers, retenue à titre principal par l'Expert Indépendant, malgré une liquidité très faible du titre qui s'explique par la taille limitée du flottant de LTC (1,67% du capital à la date du Projet de Note d'Information) conduit à une valorisation de 4,30 € qui extériorise une prime de 9,7% par rapport au cours de clôture du 29 septembre 2022 avant suspension du titre (dernier jour de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre Publique de Retrait suivi du Retrait Obligatoire sur les Actions de LTC) et des primes respectives de 5,7%, 4,7% et 7,6% sur les moyennes pondérées 1 mois, 3 mois et 6 mois de cotation effective ;
 - la méthode des multiples de transactions récentes sur le capital de la Société, qui a été également retenue à titre principal par l'Expert Indépendant, fait ressortir des valeurs qui ne dépassent pas le Prix d'Offre, étant précisé que les transactions sur le capital de LTC ont été effectuées sur la base de valeurs comprises entre 2,50 € et 3,50 € ;
 - la méthode du DCF, retenue à titre principal par l'Expert Indépendant, conduit à une valeur centrale de 2,64 € qui fait ressortir une prime de 62,6% ;
 - l'Expert Indépendant a conclu, à l'issue de ses travaux, que le Prix d'Offre de 4,30 euros par action LTC proposé dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie de la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société ;
- s'agissant de l'intérêt de l'Offre et ses conséquences sur les salariés:
 - l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et que de ce fait l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur la politique sociale de la Société
 - cette opération s'inscrivant dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de LTC,
 - les délégués du CSE n'ont fait aucune observation particulière ;

(iv)- **Et délibéré** sur l'ensemble des points qui précèdent,

Statuant à l'unanimité de ses membres :

- **Prend acte** des conclusions de l'Expert Indépendant aux termes desquelles l'Expert Indépendant déclare que le Prix d'Offre de 4,30 euros par action LTC est équitable pour les porteurs de titres de la Société dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait ainsi que du Retrait Obligatoire ;
- **Considère** que le projet d'Offre est conforme tant aux intérêts de la Société qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés ;
- **Approuve** le projet d'Offre tel que décrit dans le Projet de Note d'Information établi par les Co-Initiateurs ;
- **Décide** d'émettre un avis favorable à l'Offre Publique de Retrait qui sera suivie du Retrait

Obligatoire ;

- **Recommande** par conséquent aux actionnaires de LTC qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale d'apporter leurs actions LTC à l'Offre, étant entendu que les actions non apportées à l'Offre seront transférées aux Co-Initiateurs dans le cadre du Retrait Obligatoire qui sera mis en œuvre à l'issue de l'Offre Publique de Retrait ;
- **Approuve** le Projet de Note en Réponse et le projet de communiqué de presse relatif au dépôt du Projet de Note en Réponse ;
- **Confère** les pouvoirs les plus larges à Monsieur Eric DAILEY, avec faculté de se substituer toute personne physique ou morale de son choix, à l'effet de finaliser la documentation liée à l'Offre et notamment le Projet de Note en Réponse de la Société établi sous sa responsabilité lequel inclura le rapport de l'Expert Indépendant et la position exprimée par le Conseil d'administration relativement à l'Offre dans sa séance de ce jour ; faire toutes déclarations ; signer tout document relatif au Projet de Note en Réponse et plus généralement tous documents, attestations et autres actes en lien avec l'Offre ; diffuser tous communiqués ; accomplir toutes formalités requises dans le cadre de l'Offre incluant la radiation des titres LTC d'Euronext Growth Paris. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Lors de la réunion du Conseil d'administration du 20 octobre 2022, il a été rappelé que le Projet de Note en Réponse devait, conformément aux dispositions de l'article 231-19, 6° du règlement général de l'AMF, mentionner les intentions des membres du Conseil d'administration quant à leur décision d'apporter ou de ne pas apporter leurs actions à l'Offre. Après échanges entre les administrateurs, ces derniers ont fait les déclarations suivantes concernant leurs intentions dans les termes de l'Extrait du procès-verbal du Conseil précité ci-dessous rapportés, savoir :

« EXTRAIT DU PROCES-VERBAL DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DU 20 octobre 2022

[....]

« Intentions des membres du Conseil d'administration

Le Président prend acte de la déclaration de chacun des membres du Conseil d'administration confirmant ne détenir aucune action de la Société. »

[....]

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

Aux termes du procès-verbal de la réunion du Conseil d'administration du 20 octobre 2022, il a été indiqué ce qui suit, s'agissant des actions auto-détenues, savoir :

« EXTRAIT DU PROCES-VERBAL DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DU 20 octobre 2022

[....]

« Intentions de la Société concernant les actions auto-détenues

La Société déclare ne détenir aucune action en auto-détention ».

[....]

5. INFORMATION DES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ

Le Comité social et économique a été valablement informé dans les conditions légales et

règlementaires de l'Offre et la Note d'Information lui a été communiquée sans délai après son dépôt par les Co-Initiateurs auprès de l'AMF.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions de l'article 261-1-I 1° et 2° et II du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de LTC a nommé le 18 juillet 2022, sans opposition de l'AMF, le cabinet ACCURACY, représenté par Monsieur Henri PHILIPPE, en qualité d'Expert Indépendant, appelé à se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Le rapport de l'Expert Indépendant est reproduit en Annexe de la Note en Réponse.

Il est précisé que le rapport de l'Expert Indépendant a conclu au caractère équitable du Prix d'Offre en ces termes :

« Dans le cadre des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui nous conduise à penser que les accords conclus entre les Co-Initiateurs, en présence de LTC, ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

Nous avons porté une attention particulière au projet de réorganisation structurelle et opérationnelle du groupe *Tolomei* prévu dans le *Memorandum of Understanding*, signé le 3 octobre 2022 par les Co-Initiateurs. Il ressort en particulier de nos analyses que :

- La valeur de 3,50 € par action LTC retenue par les Co-Initiateurs pour les différentes opérations d'apport, correspond au haut de notre fourchette d'estimations de la Valeur Intrinsèque de LTC.
- De ce fait, le Prix d'Offre induit une prime de 23% par rapport à cette valeur ayant fait l'objet d'une négociation entre les Co-Initiateurs.
- Les valeurs retenues pour les opérations d'apport des titres des sociétés du périmètre Léonore et Epidaure semblent raisonnables et correspondent aux pratiques de marché.

Dans la perspective d'un retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 4,30 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires de la Société est également équitable d'un point de vue financier. En effet, ce prix extériorise une prime par rapport aux estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre 19% et 67%, niveau de prime qui nous semble raisonnable au regard des considérations suivantes :

- Ce prix reflète un scénario relativement optimiste avec un objectif de retour à la rentabilité de la marque *Le Tanneur* dès 2023.
- Aucune synergie n'est anticipée, dans la mesure où le contrôle de la Société reste inchangé.

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de LTC dans le cadre du retrait obligatoire».

7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

En dehors des opérations de restructuration de l'actionnariat du groupe et des opérations prévues à l'issue de l'Offre (décrites sous les sections 1.2.2. et 1.2.3 ci-avant), la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

8. ÉLÉMENTS RELATIFS À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1. Structure du capital de la Société

Aux termes de l'article 7 des statuts de la Société, le capital social de la Société s'élève à 12 144 192 €, divisé en 12 144 192 actions ordinaires d'une valeur nominale d'un (1) euro chacune, toutes de même catégorie.

Par ailleurs, l'article 11.6) des statuts de la Société dispose que « Chaque action donne droit à une voix. Par dérogation aux dispositions du code de commerce, les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire ne bénéficient pas du droit de vote double ».

A la connaissance de la Société et sur la base de l'information publique disponible (cf le communiqué au 30 septembre 2022 publié sur www.letanneur.com), la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date de la Note en Réponse est la suivante :

31/12/2021	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote théoriques (1)	% droits de vote théoriques (1)	Droits de vote exerçables en AG (2)	% droits de vote exerçables en AG (2)
Tolomei Participations	7 276 484	59,9	7 276 484	59,9	7 276 484	59,9
Qatar Luxury Group - Fashion S.P.C.	4 664 855	38,4	4 664 855	38,4	4 664 855	38,4
Sous-total	11 941 339	98,33	11 941 339	98,33	11 941 339	98,33
Autres	202 853	1,67	202 853	1,67	202 853	1,67
Actions auto-détenues	-	-	-	-	-	-
TOTAL	12 144 192	100,0	12 144 192	100,0	12 144 192	100,0

(1) le nombre total de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions émises auxquelles sont attachés des droits de vote (aucun droit de vote plural) y compris les actions auto-détenues (privées selon la réglementation en vigueur de droit de vote)

(2) le nombre total de droits de vote exerçables est calculé sur la base de l'ensemble des actions émises auxquelles sont attachés des droits de vote (aucun droit de vote plural) déduction faite des actions auto-détenues (privées de droit de vote)

Il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

Il est précisé que le Conseil d'administration de la Société n'a pas fait et ne fera pas (au moins sur les 12 prochains mois à compter de la Note d'Information) usage de l'une et /ou l'autre des autorisations qui lui ont été consenties pour une durée de 38 mois par l'Assemblée générale

extraordinaire des actionnaires de LTC du 15 juin 2021 aux fins de :

- consentir en une ou plusieurs fois au profit des salariés (ou certains d'entre eux, ou certaines catégories du personnel, tant de la Société que des sociétés ou groupements d'intérêt économique qui lui sont liés dans les conditions de l'article L225-180 du Code du Commerce) et des mandataires sociaux définis par la loi (de la Société et des sociétés des sociétés ou groupements d'intérêt économique qui lui sont liés dans les conditions de l'article L225-180 du Code du Commerce,) des options donnant droit à l'achat ou à la souscription d'actions de la Société dans la limite de 10% du capital existant au moment où ces options seront attribuées (dans les termes et selon les modalités fixées sous la 8^e résolution de ladite Assemblée) ;
- procéder, en une ou plusieurs fois au profit des salariés (ou certains d'entre eux, ou certaines catégories du personnel, tant de la Société que des sociétés ou groupements d'intérêt économique qui lui sont liés dans les conditions de l'article L225-180 du Code du Commerce) et des mandataires sociaux définis par la loi (de la Société et des sociétés des sociétés ou groupements d'intérêt économique qui lui sont liés dans les conditions de l'article L225-180 du Code du Commerce), à des attributions, par la Société, d'actions gratuites auto-détenues ou à émettre, dans la limite de 10% du capital existant à la date de la décision de leur attribution par le Conseil d'administration (dans les termes et selon les modalités fixées sous la 9^e résolution de ladite Assemblée).

8.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de Commerce

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce sont applicables.

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 11.8 des statuts de la Société stipule que : « [...] Toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à posséder plus du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes ou des dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote, doit informer la Société du nombre total d'actions de la Société qu'elle possède, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée dans un délai de quinze jours à compter du franchissement de l'un des seuils.

En cas de défaut de déclaration, les actions qui excèdent la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires tant que la situation n'a pas été régularisée et jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de cette déclaration.

En outre, la personne physique ou morale concernée informe l'Autorité des Marchés Financiers, dans les délais et modalités fixées par la réglementation en vigueur, de tout franchissement de seuil de 50% et 95% du capital ou des droits de vote. Cette information est portée à la connaissance du public dans les conditions fixées par ladite réglementation [...]. »

Transfert d'actions

Aucune disposition des statuts de la Société ne limite le transfert de ses actions.

Droits de vote double

L'Assemblée générale des actionnaires de LTC du 27 septembre 2017 a supprimé les droits de vote double institués par l'article 11.6 des statuts de la Société -une assemblée spéciale des titulaires de droits de vote double s'étant également tenue le 27 septembre 2017 pour décider cette suppression.

Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

En dehors des accords mentionnés aux sections 1.2.2 et 8.6 des présentes, la Société n'a connaissance d'aucune convention en vigueur prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société.

8.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de Commerce

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 8.1 ci-dessus.

Depuis le 5 octobre 2022, la Société n'a reçu aucune déclaration de franchissement de seuil.

8.4. Liste des détenteurs de tout titre conférant des droits de contrôle spéciaux et description desdits droits de contrôle

Néant

8.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant

8.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

TOLOMEI et QLG agissent directement de concert aux termes d'un accord conclu en date du 3 octobre 2022 qui a fait l'objet d'une déclaration à l'AMF en application des dispositions de l'article L. 233-11 du code de commerce (voir Avis n°222C2310 en date du 5 octobre 2022).

8.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur et à l'article 13 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'Administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'Assemblée Générale Ordinaire. Ils sont toujours rééligibles.

La durée des fonctions des administrateurs est de six années ; elles prennent fin à l'issue de

la réunion de l'Assemblée Générale Ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de soixante-dix ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du Conseil le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Lorsque cette limite est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'Assemblée Générale Ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice au cours duquel le dépassement aura lieu.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Dans ce cas, celles-ci doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent, soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'Administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par le Code de Commerce. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Le nombre d'administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

L'administrateur n'est pas tenu d'être actionnaire de la Société.

Modification des statuts

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur et à l'article 30 des statuts de la Société, l'Assemblée Générale Extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions ; elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

Elle ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins, sur première convocation, le quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

8.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Les pouvoirs et attributions du conseil d'administration sont décrits à l'article 16 des statuts de la Société.

Le Conseil d'Administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du Conseil

d'Administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Le Conseil d'Administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportun. Chaque administrateur reçoit toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et peut se faire communiquer tous les documents qu'il estime utiles.

Le Conseil peut conférer à tous mandataires de son choix toutes délégations de pouvoirs dans la limite de ceux qu'il tient de la loi et des présents statuts.

Il peut décider la création de comités chargés d'étudier les questions que lui-même ou son Président soumet, pour avis à leur examen.

Il est précisé qu'en dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi, rappelés par les statuts et le règlement intérieur de la Société, le conseil d'administration de la Société ne dispose d'aucune délégation ou autorisation donnée par l'assemblée générale des actionnaires sauf autorisations visées sous la section 8.1 ci-avant.

8.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

À la connaissance de la Société, aucune convention conclue par la Société ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre – l'Offre n'ayant pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où cette dernière était déjà contrôlée par les Co-Initiateurs, agissant de concert, à la date de dépôt du projet de Note en Réponse.

8.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration et les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

8.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

9. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

la Note en Réponse établie par LTC est disponible sur les sites internet de la Société (www.letanneur.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peuvent être obtenus sans frais au siège social de la Société 7, rue Tronchet 75008 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, le document d'information relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de LTC sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué de presse sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre aux fins d'informer le public de la mise à disposition de ces documents.

10. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les informations contenues dans le présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

POUR LE TANNEUR & CIE

Éric DAILEY, Président-directeur général

ANNEXE – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



Expertise indépendante
dans le cadre du projet d'offre publique de retrait
envisagé par Tolomei Participations
et Qatar Luxury Group
sur les actions de Le Tanneur & Cie

Octobre 2022

Transactions & Investments

Disputes & Crises

Corporate Strategy & Finance

Business Performance

Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique de retrait envisagé par Tolomei Participations et Qatar Luxury Group sur les actions de Le Tanneur & Cie

Le Tanneur & Cie (ci-après « **Le Tanneur** », « **LTC** », la « **Société** », la « **Cible** ») est une société spécialisée dans la conception et la distribution de produits de maroquinerie sous marque propre (*Le Tanneur* et *Soco*) et la fabrication à façon d'articles de maroquinerie.

Le Tanneur est cotée sur le marché réglementé d'Euronext Growth à Paris et affiche une capitalisation boursière d'environ 47,6 m€ à fin septembre 2022 (soit 3,92 € par action au 29 septembre 2022).

Qatar Luxury Group – Fashion SPC (ci-après « **QLG** »), une société qatarie spécialisée dans l'industrie du luxe, est entrée au capital de *LTC* en juillet 2011, à la faveur de l'acquisition d'un bloc de contrôle suivie d'une offre publique d'achat simplifiée à la clôture de laquelle *QLG* détenait 85,73 % du capital de *LTC*.

Tolomei Participations (ci-après « **Tolomei** ») est un groupe français fondé en 2004 qui intervient dans des activités similaires à celles de *LTC*. En effet, *Tolomei* détient notamment la marque de maroquinerie *Renaud Pellegrino* et exerce également une activité de sous-traitance et de manufacture d'articles de maroquinerie pour des marques françaises et étrangères.

En 2017, afin de renforcer une structure financière dégradée suite à de sérieuses difficultés opérationnelles, *LTC* a initié un plan de recapitalisation en trois étapes successives : (i) augmentation de capital réservée à *Tolomei Participations* d'un montant de 10,8 m€, (ii) offre publique d'achat obligatoire simplifiée initiée par *Tolomei* au prix de 2,50 € par action *LTC* et (iii) augmentation de capital en numéraire avec maintien du droit préférentiel de souscription, pour un montant de 3,5 m€ au prix de 1,00 € par action *LTC*, à laquelle *QLG* a souscrit à hauteur de 1,0 m€.

À l'issue de ces opérations, *Tolomei* est devenu l'actionnaire majoritaire de *LTC* (59,9% du capital et des droits de vote de la Société) aux côtés de *QLG* (38,4%).

Courant 2022, *Tolomei* et *QLG* ont entamé des discussions stratégiques dans le double objectif de (i) pérenniser les activités de la Société, dont l'exploitation est déficitaire depuis de nombreuses années, et (ii) redynamiser son développement. Ces discussions s'inscrivent dans un projet de réorganisation de l'ensemble des activités du groupe *Tolomei* (ci-après « **l'Opération** »), impliquant le rapprochement de certaines activités de *Tolomei* et de *LTC*.

Le 3 octobre 2022, *Tolomei* et *QLG* ont annoncé publiquement la signature d'un protocole d'accord (le « **Protocole** ») relatif notamment, à la constitution d'une action de concert entre *Tolomei* et *QLG* vis-à-vis de *LTC* et à la modification du pacte d'actionnaires entre *Tolomei* et *QLG* en date du 29 septembre 2017, dans le cadre de la réorganisation du groupe *Tolomei*.

Aux termes du Protocole, *Tolomei* et *QLG*, prenant acte du fait que *LTC* ne présentait plus un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre *LTC*, et détenant de concert plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, ont décidé de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (« **l'Offre** ») sur les actions *LTC*.

Au dépôt de l'Offre, les Co-Initiateurs détiennent conjointement 98,3 % du capital de la Société et le nombre d'actions non détenues par les membres du Concert s'élève à 202 853.

Conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'administration de la Société a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du prix d'offre proposé aux « **Actionnaires Minoritaires** » (ci-après le « **Prix d'Offre** »). En l'absence d'administrateur indépendant, cette désignation a été soumise au droit d'opposition de l'AMF.

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de quatre dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « *La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* » (alinéa I - 1°) ;
- (ii) « *Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* » (alinéa I – 2°) ;
- (iii) « *Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée* » (alinéa I – 4°) ;
- (iv) « *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire* » (alinéa II).

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020.

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente *LTC* et sa performance boursière récente. La troisième partie présente le groupe *Tolomei* et ses liens opérationnels avec la Société, ainsi que la stratégie de réorganisation de l'ensemble des activités du groupe envisagé par *Tolomei*. La quatrième partie détaille la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans le cadre de la présente expertise et les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions de la Cible, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré dans le cadre de l'Offre par *Natixis Partners*, banque présentatrice de l'Offre (la « **Banque** »). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires, dans le contexte de la présente offre et dans la perspective du retrait obligatoire.

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, Afrique, Amérique du Nord et Asie, Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 500 consultants (dont plus de 230 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Accuracy a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Attestations réalisées par Accuracy au cours des 24 derniers mois

Date de dépôt	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
nov-21	Artefact	BidSky	Offre publique simplifiée	Société Générale
mars-21	EOS Imaging	Alphatec Holdings Inc.	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Oddo BHF SCA
févr-21	Sofibus Patrimoine	Segro France	Offre publique d'achat simplifiée suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Lazard Frères
févr-21	La Foncière Verte	PH Finance	Offre publique de retrait	Oddo BHF SCA
oct-20	Le Bélier	Wencan Holding	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Société Générale
août-20	agta record	ASSA ABLOY	Offre publique d'achat	BNP Paribas

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'Accuracy, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny, Directeurs, avec le concours de Bruno Husson, Associé honoraire, qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

- Henri Philippe dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également maître de conférences à l'Ecole des Ponts ParisTech et chargé de cours au Groupe HEC.

-
- Guillaume Charton a une expérience de plus de dix ans dans le conseil financier et est spécialisé en évaluation. Il a notamment participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Guillaume Charton est diplômé d'*HEC*.
 - Mathilde de Montigny a une expérience de plus de vingt ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a notamment participé à une vingtaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Mathilde de Montigny est diplômée de *l'Université Paris-Dauphine*.
 - Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'*HEC* et docteur d'Etat en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du *Groupe HEC*, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié. Il n'est plus aujourd'hui employé par *Accuracy*.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny ont été assistés par un consultant expérimenté disposant de plus de cinq ans d'expérience en conseil financier et d'un consultant junior.

1.3. Déclaration d'indépendance

Accuracy n'a réalisé aucune mission, et en particulier aucune mission d'évaluation, pour le compte de la Société ou de l'Initiateur au cours des 18 derniers mois.

Aussi, *Accuracy* atteste, conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, de « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 70 000 euros hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaborée par les Co-Initiateurs et ses conseils,
- analyse du contexte de l'Opération, notamment le réinvestissement offert à *QLG* au sein de la Société,
- analyse du contexte de l'Offre,
- entretiens avec les dirigeants opérationnels de *LTC* et *Tolomei* portant notamment sur la présentation de la Société, de son historique, de son potentiel de développement propre, de son positionnement concurrentiel actuel et futur, de sa situation financière, etc.,

-
- entretiens avec des représentants de la Banque,
 - analyse de la performance financière historique de la Société à partir des rapports annuels de la période récente et des comptes consolidés semestriels arrêtés au 30 juin 2022,
 - analyse de la vie boursière du titre *LTC* sur la période récente,
 - examen critique de la référence d'évaluation représentée par le cours boursier du titre *LTC*,
 - évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables),
 - dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres,
 - dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et des paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation,
 - dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes,
 - analyse des transactions récentes portant sur le capital de la Société et des sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société,
 - analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la Banque dans le cadre de l'Offre,
 - revue détaillée du plan d'affaires de la Société produit par l'Initiateur,
 - évaluation des opérations connexes envisagées par les Co-Initiateurs et pouvant impacter la Société,
 - le contrôle qualité a été réalisé par Bruno Husson, Associé Honoraire d'*Accuracy* n'ayant pas participé à la mission,
 - rédaction du présent rapport d'expertise.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement Général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 30 août 2022, date de notre première réunion avec le management (ci-après le « **Management** ») et les conseils de la Société, au 20 octobre 2022, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec le Management, la Banque ainsi qu'avec l'Initiateur :

-
- Semaine du 29 août au 4 septembre 2022 : réunions de présentation de l'Opération avec des représentants de la Société et de la Banque présentatrice.
 - Semaine du 5 septembre au 11 septembre 2022 : échange téléphonique avec la Banque.
 - Semaine du 12 septembre au 18 septembre 2022 : réunion de travail avec la Société, la Banque et le cabinet *PwC* concernant les perspectives de développement de la Société.
 - Semaine du 19 septembre au 25 septembre 2022 : échange téléphonique avec la Banque.
 - Semaine du 26 septembre au 2 octobre 2022 : échanges téléphoniques avec la Banque.

1.5.3. Informations utilisées

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le management de la Société, à savoir :

- rapport de *Vendor Due Diligence* financière et addendum préparés dans le cadre du processus de réorganisation des activités de *Tolomei* et de *LTC* par *PwC*,
- plan d'affaires couvrant la période 2022-2024 réalisé par le Management (le « **Plan d'Affaires** »),
- pacte d'actionnaires signé par *Tolomei* et *QLG* , en date du 29 septembre 2017,
- *Memorandum of Understanding*, en date du 3 octobre 2022, détaillant notamment le projet de réorganisation du groupe *Tolomei*,
- statuts de la Société,
- rapport d'évaluation élaboré par la Banque,
- projet de note d'information, en date du 29 septembre 2022,

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

- rapports annuels et semestriels ainsi que les communiqués de presse de la Société,
- rapports annuels des sociétés comparables,
- informations de marché diffusées par les bases de données financières, Capital IQ et Mergermarket.

1.5.4. Listes des principales personnes avec lesquelles nous avons échangé au cours de notre mission

- Eric Dailey, Président Fondateur du Groupe *Tolomei*
- Laurence Mottet, Directrice Financière Groupe *Tolomei*
- Christophe Rondelet, Directeur Général *Le Tanneur*
- Caroline Llinares, Directrice Financière et Juridique *Le Tanneur*
- Françoise Negroni, Managing Director - Head of Legal Engineering & Execution, *Natixis*
- Thomas Laroque, Managing Director, *Natixis Partners*

-
- Romain Etienne, M&A Vice-Président, *Natixis Partners*
 - Edward Chatfield-Jouin, Associate, *Natixis Partners*
 - Léa Rahab, Analyst, *Natixis Partners*
 - Augustin Fleytoux, Avocat Associé, *Degroux Brugère*
 - Philippe Chavanne, Partner Transaction Services, *PwC*
 - Lucas Guigue, Manager Transaction Services, *PwC*
 - Thomas Christophe, Transaction Services, *PwC*

1.5.5. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les dirigeants ou les conseils de la Société nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par les dirigeants de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de la Société et des explications orales données par le Management sur ses perspectives de développement.

Dans le cadre de notre mission, nous avons également obtenu de la part de la Société, une lettre d'affirmation.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

2. Présentation de la Société : activités et vie boursière

2.1. Activités

La marque *Le Tanneur* est née de l'association d'un maroquinier et d'un tanneur en 1898. En 1997, Hervé Descottes reprend les marques *Le Tanneur* et *Soco* (marque née en 1932), pour former *LTC*. En avril 2000, la société *Le Tanneur* est introduite en bourse sur le second marché.

La Société est aujourd'hui présente sur deux branches d'activités.

- La confection d'articles de maroquinerie en sous-traitance (ci-après « **LTC Manufacture** », « **l'Activité de Sous-Traitance** »), activité qui représente environ 60% du chiffre d'affaires. La production est assurée par trois ateliers situés à Bort-les-Orgues et Monestier-Merlines (ce dernier site ayant été créé en 2021 afin de répondre à la croissance de l'activité).
- La conception et la commercialisation d'articles de maroquinerie sous la marque *Le Tanneur* (ci-après « **LTC Marque Propre** », « **l'Activité Marque Propre** »), activité qui représente environ 40% du chiffre d'affaires. La Société crée, dessine et distribue une gamme de produits *premium* allant de la petite maroquinerie (accessoires et portefeuilles) aux sacs et bagages. La marque *Le Tanneur* est distribuée au travers d'un réseau de magasins (33 boutiques¹), *corners* et *outlets* en France et à l'étranger et d'un site de vente en ligne. La marque *Soco* est quant à elle peu exploitée par la Société.

L'activité de *Le Tanneur* relève donc de deux activités bien distinctes, dont les marchés, les perspectives et caractéristiques opérationnelles diffèrent.

2.1.1. Une Activité de Sous-Traitance tirée par la croissance de l'industrie du luxe, mais non exempte de risques d'exécution

L'Activité de Sous-Traitance compte 469 employés et produit plus de 20 000 pièces chaque année comprenant : (i) des sacs produits en sous-traitance par *MDO* (filiale de *LTC*) et (ii) des composants de produits finis (poignées, bandoulière, etc.) vendus soit à *MDO* soit à la société *MMD* (une filiale du groupe *Tolomei*).

LTC Manufacture a créé des relations de longue durée avec ses principaux donneurs d'ordres qui reconnaissent son expertise et sa qualité de production. A ce titre, elle bénéficie de la forte croissance de l'industrie et en particulier du marché de la maroquinerie de luxe. Les ventes mondiales dans le secteur du luxe, après s'être effondrées en 2020, ont bondi en 2021 et continuent de progresser au premier trimestre 2022 pour atteindre des niveaux records (entre 25 % et 35 % pour les principaux acteurs du secteur), bénéficiant de l'amélioration de la situation sanitaire, notamment de la réouverture des boutiques et du dynamisme de la demande en Chine et en Amérique.

L'Activité de Sous-Traitance n'est cependant pas exempte de risques opérationnels.

Tout d'abord, une part significative du chiffre d'affaires de *LTC Manufacture* est réalisée avec un seul client qui représente plus de 95 % du chiffre d'affaires. Bien que la Société ait noué des

¹ Au 01/06/2022, hors magasins affiliés / franchisés.

relations d'affaires avec de nouveaux partenaires, les volumes réalisés avec ces derniers restent encore modestes.

Par ailleurs, l'intensité concurrentielle du marché de la sous-traitance est élevée. En effet, la Société est en concurrence à la fois avec (i) ses principaux donneurs d'ordres qui disposent de plusieurs ateliers de maroquinerie en France et (ii) une multitude de sous-traitants (par exemple la société *SIS* ou encore la Maroquinerie *Thomas*). Il existe ainsi près de 630 établissements d'au moins un salarié en France. Cette intensité concurrentielle doit cependant être relativisée dans le contexte de marché actuel, où les marques peinent à trouver des sous-traitants pour répondre à la croissance de la demande.

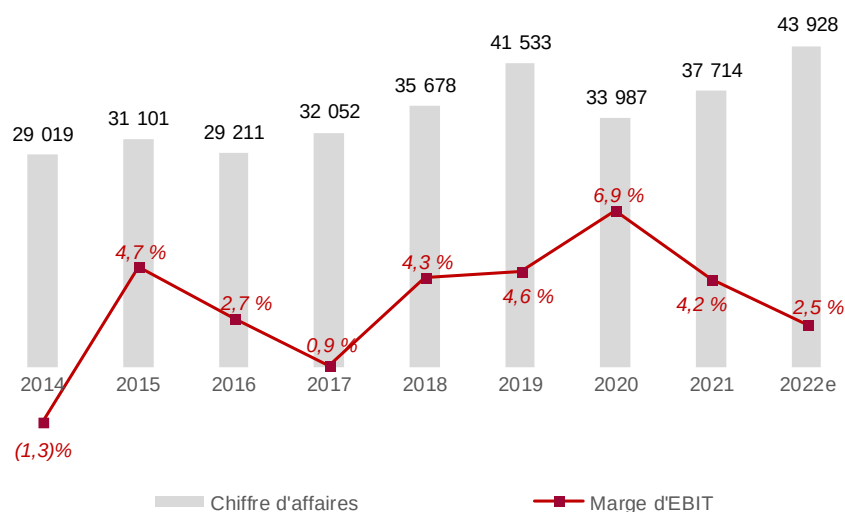
Enfin, la bonne performance opérationnelle de *LTC Manufacture* résulte d'un équilibre fragile qui dépend à la fois de la valorisation de savoir-faire rares (confection, approvisionnement, sélection des peaux), de l'amélioration continue des *process* de confection, de la bonne formation des nouvelles recrues et d'investissements dans l'appareil productif. A titre d'exemple, le savoir-faire en matière d'approvisionnement et de choix du cuir est un facteur clé de l'efficacité opérationnelle de *LTC Manufacture*. En effet, la capacité à trouver des peaux de qualité, dans un marché marqué par une offre limitée, a des répercussions à la fois sur la qualité des produits finis, l'optimisation des matières premières (les achats de cuir représentant une part significative des coûts opérationnels) et du temps de fabrication. Or, la bonne valorisation de ce savoir-faire, fruit de l'expérience et donc difficilement transférable, dépend de quelques personnes-clé, salariées de *Tolomei* et mises à disposition de *LTC Manufacture*.

Depuis l'entrée au capital de *Tolomei* en 2017, le chiffre d'affaires de *LTC Manufacture* a progressé, en moyenne, de 4% par an malgré une baisse de l'activité enregistrée en 2020 liée à la crise du Covid-19, qui a contraint la Société à fermer ses sites de production.

Pour rester compétitive, la Société a procédé ces dernières années à (i) des investissements dans l'outil productif, (ii) l'ouverture du site de Merlines et à (iii) la mise en place de nouvelles procédures afin de réduire les pertes de matières premières.

Ces initiatives, couplées à la dynamique du marché du luxe, se sont traduites par une amélioration de la marge opérationnelle depuis 2017, en dépit des difficultés liées à la crise sanitaire. La marge d'EBIT est ainsi passée de 0,9% en 2017 à 4,2% en 2021, comme illustré ci-dessous.

LTC Manufacture – Evolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBIT depuis 2014 (en K€)



Sources : PWC et rapports annuels

La poursuite de la croissance de l'activité sur les années à venir demeure cependant directement conditionnée à la disponibilité des ressources et à la taille des infrastructures. Pour la bonne exécution de ses contrats, *LTC Manufacture* doit disposer de ressources humaines disponibles et bien formées. La croissance organique de la Société dépendra en partie de sa capacité à recruter, à former et à retenir ses salariés dans un contexte de marché du travail de plus en plus contraint.

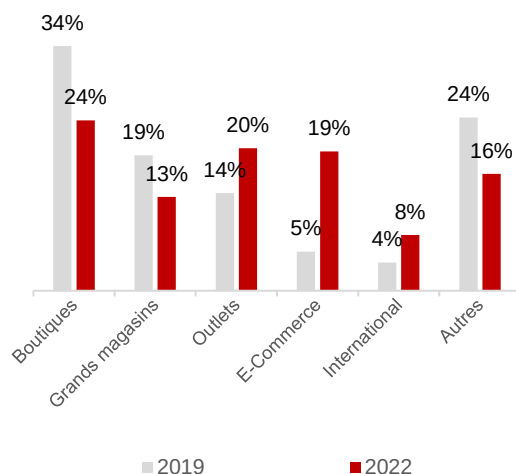
2.1.2. Une Activité Marque Propre non profitable n'ayant pas encore atteint la taille critique

L'Activité Marque Propre s'articule autour de trois familles de produits : les sacs (35% des ventes en volume en 2021), la petite maroquinerie (54%) et les accessoires (11%).

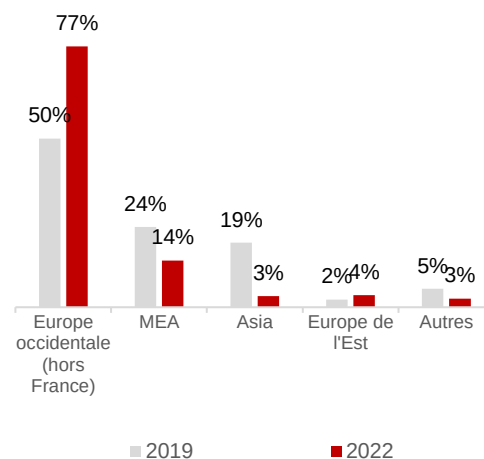
La marque *Le Tanneur* bénéficie d'une bonne image en France. Elle affiche par ailleurs le nombre le plus élevé de points de vente dans l'hexagone sur le segment de la maroquinerie *premium*, avec une trentaine de boutiques, des *corners* ou des *outlets*, devant ses principaux concurrents (*Longchamp*, *Lancel*, *Furla*). Le marché français représente l'essentiel de son chiffre d'affaires (91% en 2021) et la marque *Le Tanneur* reste encore peu connue en dehors de l'Hexagone. A l'international, c'est le marché européen qui prédomine, comme illustré dans le graphique ci-dessous.

LTC Marque Propre – Décomposition des ventes en 2019 et 2022e

Par canal de distribution



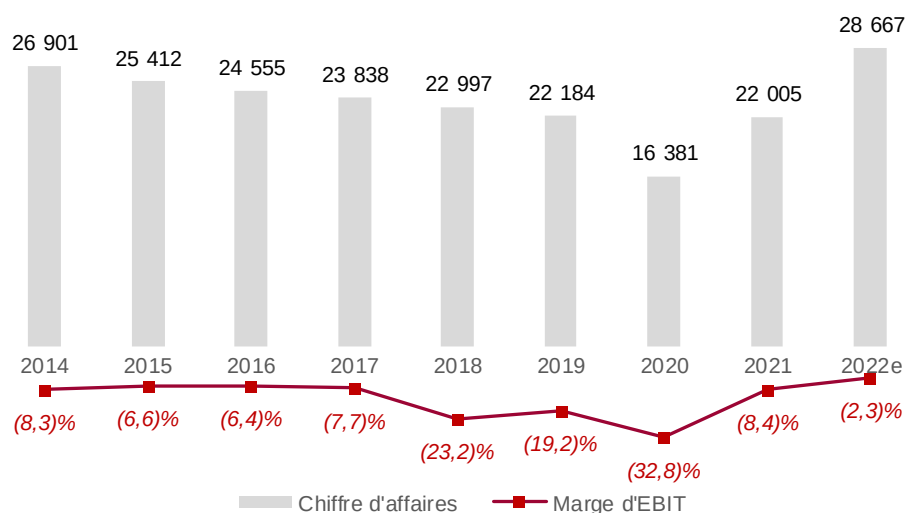
A l'international



Sources : PWC et Management

L'Activité Marque Propre est déficitaire depuis de nombreuses années. La marge opérationnelle, négative depuis 2015, a notamment souffert (i) d'un réseau de distribution surdimensionné pour la taille de la Société, (ii) d'une gamme de produits non adaptée et/ou mal positionnée (iii) et de difficultés opérationnelles. *LTC Marque Propre* est particulièrement sensible aux évolutions de l'environnement économique et à l'évolution du tourisme en France et en Europe, ses exportations hors de ces zones étant limitées. *LTC Marque Propre* a ainsi été fortement pénalisée en 2020 par la crise sanitaire (fermetures administratives des commerces physiques, couvre-feux successifs, faiblesse du tourisme international) et a vu ses ventes baisser de 27% et sa marge opérationnelle atteindre -33% du chiffre d'affaires en 2020.

LTC Marque Propre – Evolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBIT depuis 2014 (K€)



Sources : PWC et rapports annuels

Le groupe *Tolomei*, entré au capital de *LTC* en 2017, entend mener une refonte opérationnelle et financière de cette branche d'activité afin de restaurer la rentabilité. Le plan de transformation en cours repose sur les axes stratégiques suivants.

- La transformation digitale qui commence à porter ses fruits. Les ventes en ligne sont ainsi passées de 5 % à 19 % entre 2019 et 2021 (site de la Société, web *retailers*...).
- L'omnicanalité avec la mise en place de la solution *Reserve & collect* et le déploiement des *market-places Amazon Prime, Zalando* et *La Redoute*.
- La *premiumisation* de la marque au travers de nouvelles lignes de produits, mettant l'accent sur la conception (savoir-faire maroquinier et *Made in France*) et le chic « à la française ». Cette stratégie passe aussi par un nouveau concept de magasins, une expérience client retravaillée et la fermeture de certains points de vente.
- Le développement de l'international où le potentiel de croissance de la maroquinerie française haut de gamme est important. La Société souhaite notamment s'implanter aux Etats-Unis et se redéployer en Europe. En 2022, *LTC* a ouvert, par exemple, un *corner* dans le grand magasin *El Corte Inglés* à Madrid et poursuit son développement commercial en Allemagne et Belgique.

La stratégie impulsée par *Tolomei* a pour ambition de dynamiser le développement de *LTC Marque Propre* afin d'atteindre la taille critique (estimée à 50 m€), tout en maintenant un positionnement *premium*.

2.2. Vie boursière

2.2.1. Structure de l'actionnariat

Le Tanneur a été introduite en bourse en avril 2000 et est cotée sur *Euronext Growth* depuis le 5 septembre 2019.

Le 29 septembre 2022, veille de l'annonce de l'Opération, la capitalisation boursière de Le Tanneur s'élevait à 47,6 m€, ce qui range la Société dans la catégorie des petites valeurs (*small caps*).

Le capital social de la Société est composé, à la date du présent rapport, de 12 144 192 actions ordinaires, détenues à hauteur de 59,9% par *Tolomei* et 38,4% par *QLG*. Le flottant représente 1,7% du capital et des droits de vote, soit 202 853 actions de la Société.

LTC – Composition du capital à la date de l'Opération

	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote	% droits de vote
Co-initiateurs	11 941 339	98,3 %	11 941 339	98,3 %
<i>Tolomei participations</i>	7 276 484	59,9 %	7 276 484	59,9 %
<i>Qatar Luxury Group-Fashion</i>	4 664 855	38,4 %	4 664 855	38,4 %
Flottant	202 853	1,7 %	202 853	1,7 %
Total	12 144 192	100,0 %	12 144 192	100,0 %

Source : Rapport annuel LTC

2.2.2. Liquidité du titre

La structure de l'actionnariat explique que le flottant, et donc la liquidité de l'action, soit limité (1,7%). Sur les douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération, le total des volumes échangés s'élève à environ 27 630 actions (environ 107 k€), soit une rotation du flottant de 0,14x. Les volumes échangés sont particulièrement faibles en valeur absolue (943 € par jour en moyenne). Sans surprise, le titre n'est pas suivi par les analystes financiers.

LTC – Liquidité du titre à la veille de l'annonce de l'Opération

	Cours de bourse moyen pondéré	Volume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
Cours spot au 29 septembre	3,92 €	20	78	0,0 %	20	78	0,0 %	0,0 %
Dernier mois	4,09 €	27	109	0,0 %	160	655	0,0 %	0,1 %
3 derniers mois	4,12 €	114	469	0,0 %	2 960	12 185	0,0 %	1,5 %
6 derniers mois	4,00 €	170	681	0,0 %	8 010	32 018	0,1 %	3,9 %
12 derniers mois	3,86 €	245	943	0,0 %	27 630	106 579	0,2 %	13,6 %

Source : Capital IQ

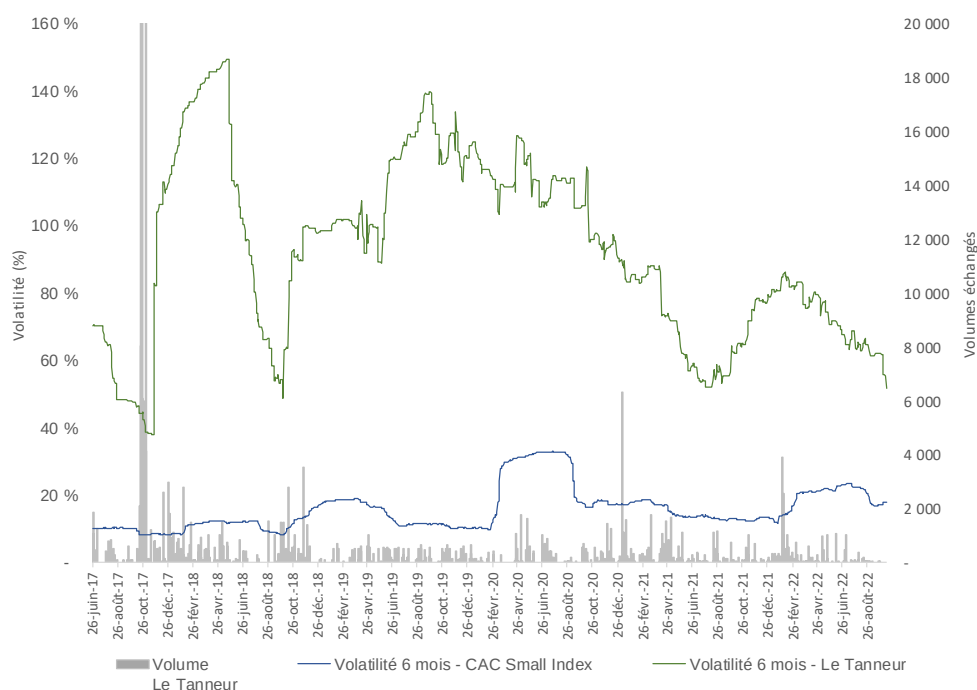
2.2.3. Volatilité du titre

La volatilité du cours d'une action est une mesure de l'incertitude pesant sur sa rentabilité, calculée à partir des variations de cours de bourse. Les volatilités indiquées ci-après sont calculées sur la base des séries de rentabilités quotidiennes historiques du cours de clôture de LTC et de l'indice *CAC Small*.



La volatilité du titre *LTC* est nettement supérieure à celle de l'indice. La volatilité journalière annualisée observée sur les 12 derniers mois s'élève à 69,1 % contre 19,1 % pour l'indice *CAC Small*. Cette forte volatilité du titre *LTC* s'explique par de très faibles volumes échangés. L'action de la Société n'étant échangée qu'épisodiquement et la profondeur du carnet d'ordres étant réduite, le passage d'un ordre significatif peut engendrer un décalage important du cours de l'action.

Volatilité 6 mois de l'action *Le Tanneur* et de l'indice *CAC Small* sur la période 2017-2022



Source : Capital IQ

2.2.4. Evolution historique du cours de bourse

Evolution depuis l'entrée de Tolomei au capital en 2017

Le graphique ci-après présente l'évolution du cours de bourse de *LTC* depuis 2017.

A la suite de l'OPAS initiée par *Tolomei* en octobre 2017, le cours de bourse connaît une période de sous-performance par rapport au marché avec un cours de bourse qui oscille entre 1,50 € et 2,50 € et un marché qui ne semble pas réagir à la publication des résultats 2017, en mai 2018, faisant état d'un chiffre d'affaires en légère croissance sur l'année (+4%) et d'un résultat opérationnel en baisse sur les deux branches d'activité de la Société.

Entre septembre 2018 et janvier 2019, les marchés financiers connaissent une période de volatilité importante en raison d'incertitudes relatives au commerce international, à l'évolution des taux d'intérêt et à la croissance mondiale. Le titre *LTC* amplifie largement les évolutions du marché. Le cours atteint un record à 3,20 € le 4 octobre 2018 avant de perdre 40% et de passer sous la barre des 2,00 € le 19 octobre 2018.

Le 25 avril 2019, la Société a annoncé le transfert de la cotation de ses actions sur le marché *Euronext Growth*, marché plus approprié à sa taille, et concomitamment la radiation des titres de la Société sur le marché d'*Euronext Paris*. Le transfert est effectif le 5 septembre 2019.

La publication des résultats 2018, en baisse par rapport à l'exercice précédent, n'entame pas la bonne performance du titre qui atteint un plus haut historique à 4,10 € le 25 septembre 2019, date de l'annonce des résultats semestriels 2019 pourtant mitigés avec une progression de l'activité semestrielle en hausse de 14%, mais une perte nette proche de celle du premier semestre 2018. Le titre reste en revanche particulièrement volatil sur le dernier trimestre 2019 alors même que les marchés financiers sont relativement stables.

La volatilité du titre est accentuée par la crise boursière d'avril 2020, déclenchée par la pandémie de Covid-19. Le titre *Le Tanneur* perd 47% entre mi-février et mi-avril 2020 (contre 22% pour le CAC *Small*).

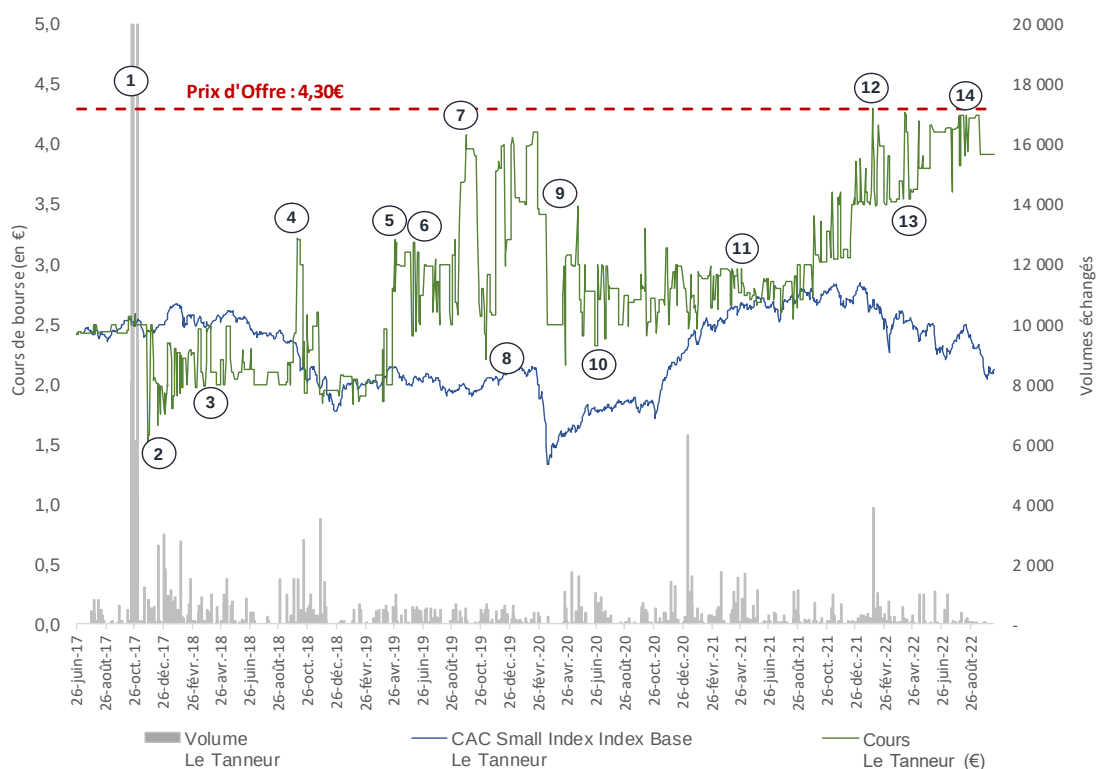
A compter de cette date et jusqu'à l'annonce de l'Opération, le cours de la Société connaît une hausse régulière, le cours passant de 2,20 € au 22 avril 2020 à 3,92 € le 29 septembre 2022, date du dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Opération. Au cours de cette période, le cours atteint son plus haut historique à 4,30 € au 31 janvier 2022. Sur cette période, la Société a pourtant publié des résultats en demi-teinte :

- Publication des résultats annuels 2020 significativement impactés par la crise sanitaire. Le chiffre d'affaires est en baisse de 21% par rapport à l'exercice précédent et les pertes enregistrées se sont accentuées.
- Résultats semestriels 2021 en progression avec un chiffre d'affaires en hausse de 27% et une réduction de la perte semestrielle.
- Résultats annuels 2021 en croissance sans toutefois atteindre les niveaux d'avant crise et la Société continue d'afficher des pertes nettes négatives. L'exercice 2021 reste impacté par la pandémie.

Il apparaît ainsi que l'évolution du cours de bourse de *LTC* reflète plus la faible liquidité du titre (et la volatilité mécanique qui en résulte, comme on l'a vu) que les informations et/ou publications de la Société susceptibles d'éclairer le marché sur l'évolution de la valeur fondamentale de *LTC*.

Depuis la date d'annonce de l'Opération, le 3 octobre 2022, le cours de bourse de la Société est suspendu.

Evolution du cours de bourse depuis l'entrée de Tolomei au capital en 2017



Sources : Capital IQ

Légende du graphique

- (1) 31 octobre 2017 : OPAS initié par Tolomei Participations
- (2) 22 novembre 2017 : valorisation la plus basse à 1,50 €
- (3) 30 mai 2018 : publication des résultats annuels 2017
- (4) 4 octobre 2018 : hausse de la valorisation à 3,20 €
- (5) 2 mai 2019 : hausse de la valorisation à 3,20 €
- (6) 4 juin 2019 : publication des résultats annuels 2018
- (7) 25 septembre 2019 : hausse de la valorisation à 4,10 €
- (8) 7 novembre 2019 : chute du cours à 2,20 €
- (9) Février 2020 : début de la crise Covid
- (10) 30 juin 2020 : publication des résultats annuels 2019
- (11) 29 avril 2021 : publication des résultats annuels 2020
- (12) 31 janvier 2022 : publication du chiffre d'affaires 2021
- (13) 19 avril 2022 : publication des résultats annuels 2021
- (14) 16 septembre 2022 : publication des résultats semestriels 2022

2.3. Implications sur la démarche d'évaluation

Les caractéristiques de *LTC* détaillées précédemment (caractéristiques opérationnelles, structure du capital, marché du titre) ont des implications sur la mise en œuvre de l'approche multicritères en vue de l'estimation de la valeur des actions. Il convient d'en tenir compte de façon rigoureuse, tant dans l'examen des références disponibles (cours de bourse, transaction récente) que dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation (DCF, comparaisons boursières et transactions comparables).

S'agissant de la référence d'évaluation représentée par le cours de bourse (avant annonce de l'Opération), nous considérons que la très faible liquidité observée sur le titre *Le Tanneur* au cours des douze derniers mois, la faible capitalisation boursière de la Société et la forte volatilité du titre rendent particulièrement délicate l'utilisation de cette référence pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, telle qu'elle sera définie plus loin dans ce rapport.

S'agissant de la méthode DCF, en raison des tendances qui sous-tendent la croissance des marchés sur lesquels opère la Société, il semble pertinent de considérer que le potentiel de croissance dépasse l'horizon des prévisions établies par le Management (2022-2024). Il conviendra donc de retenir une période d'extrapolation afin de prendre en compte un ralentissement progressif de la croissance, période à l'issue de laquelle le flux normatif sera déterminé en vue du calcul de la valeur terminale.

Dans le même temps, dans un marché très concurrentiel, et compte tenu des risques qui pèsent sur la croissance de la Société (recrutement, développement international), il est très probable que la Société doive investir en matière de recrutement (hausse de salaire), de croissance externe ou encore doive à terme réinventer son offre de produits. L'ensemble de ces facteurs va conduire très probablement à une réduction de la rentabilité sur le long terme. Il conviendra donc d'intégrer, dans la détermination du flux normatif, un niveau de rentabilité inférieur à celui attendu à l'issue du Plan d'Affaires. De plus, dans la mesure où les prévisions de marge (à court et moyen terme) utilisées dans le cadre de la méthode DCF s'inscrivent dans le périmètre juridique actuel de la Société, il conviendra de retenir une vision prudente de la croissance de la Société, afin de ne pas intégrer implicitement dans l'évaluation l'impact de la croissance externe.

En ce qui concerne la méthode des comparaisons boursières, le positionnement de la Société sur deux activités très spécifiques ne permet pas de constituer d'échantillon de sociétés comparables pertinent. Pour *LTC Manufacture*, il n'existe d'ailleurs aucune société comparable cotée. Ainsi, l'échantillon de sociétés comparables retenu comprend des sociétés exerçant une activité dans le secteur de la maroquinerie ou du luxe. Dès lors, cette méthode ne peut être appliquée de manière totalement satisfaisante et les conclusions issues de cette méthode doivent être appréciées avec prudence.

Pour les mêmes raisons, la méthode des transactions comparables se heurte à la difficulté d'identifier des transactions comparables récentes ayant impliqué des acteurs similaires à *Le Tanneur*. Cette méthode, qui, dans la perspective du retrait obligatoire, aurait pu être adaptée, pour estimer directement la valeur de la Société intégrant la valeur du contrôle ne permet donc pas de conclure de façon satisfaisante.

3. Présentation du groupe Tolomei : activités et stratégie de réorganisation

3.1. Présentation de Tolomei et des liens opérationnels existants avec la Société

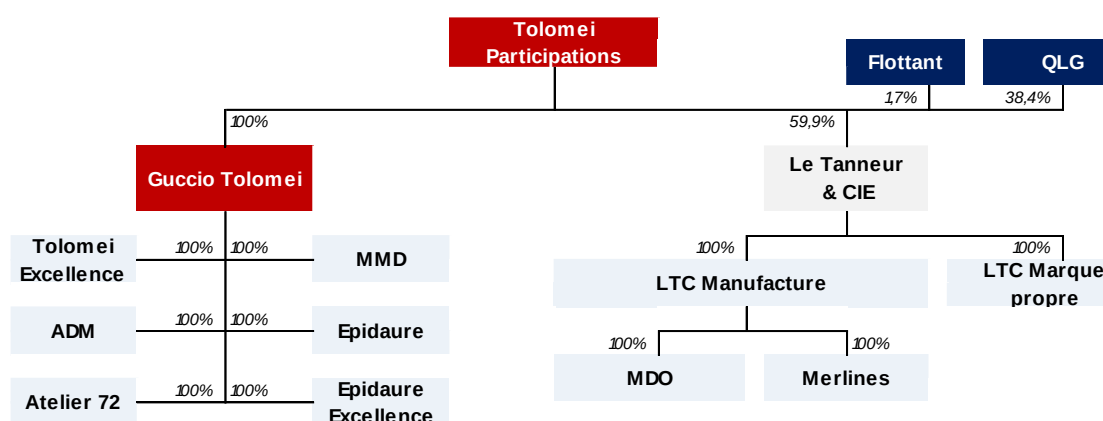
Le groupe *Tolomei* a été créé en 2004 avec la reprise d'un premier atelier de maroquinier situé dans la Sarthe. Le groupe acquiert la confiance d'un grand donneur d'ordre français et renforce son offre en procédant à d'autres acquisitions. *Tolomei* compte aujourd'hui dix manufactures et deux centres de formation répartis dans toute la France et détenus au travers de sa filiale *Guccio Tolomei* : *Tolomei Excellence*, *Manufacture Maroquinerie du Dauphiné (MMD)*, *Atelier 72*, *Atelier du Maroquinier (ADM)*, *Epidaure* et *Epidaure Excellence*.

En 2015, le groupe intègre également la marque *Renaud Pellegrino* qui crée, dessine et distribue une gamme de produits *premium* allant de la petite maroquinerie aux sacs.

Les activités de *Tolomei* sont donc très comparables à celles de *LTC*. Le rapprochement avec *LTC* intervenu en 2017, à la suite duquel *Tolomei* est devenu l'actionnaire majoritaire de *LTC* (avec 59,9% du capital et des droits de vote) aux côtés de *QLG* (38,4%), poursuit un double objectif : (i) recapitaliser *LTC* à hauteur de 10,8 m€ et (ii) permettre à *LTC* de bénéficier de l'expertise reconnue de *Tolomei* dans le secteur.

L'organigramme de l'ensemble du groupe *Tolomei*, y compris le périmètre *LTC*, est présenté ci-dessous.

Organigramme du groupe Tolomei au 31/12/2021



Source : PwC

Les relations entre *QLG* et *Tolomei* sont régies par un pacte d'actionnaires conclu le 29 septembre 2017 et aux termes duquel *QLG* et *Tolomei* déclarent ne pas agir de concert vis-à-vis de *LTC*. *QLG* conserve ainsi (i) le droit de désigner deux administrateurs tant qu'elle détient plus de 20% du capital de la Société et un administrateur si elle détient entre 10% et 20% du capital de *LTC*, (ii) la faculté de désigner un membre du comité d'audit (si un tel comité venait à être mis en place) tant qu'elle détient plus de 10% du capital de la Société et (iii) un droit de veto sur certaines décisions stratégiques, qui ne peuvent être valablement approuvées par le Conseil d'Administration que si elles reçoivent le vote favorable de la majorité de l'ensemble des membres du Conseil d'Administration incluant au moins un administrateur désigné par *QLG*.



Néanmoins, il apparaît que, depuis son entrée au capital, *Tolomei* a pu infléchir la stratégie des deux branches d'activités de *LTC* et mettre en place des liens opérationnels étroits entre sa filiale *Guccio Tolomei* et *LTC* à différents niveaux.

- Approvisionnements : *Tolomei* met à disposition de *LTC* son savoir-faire en matière de sélection et de qualité des peaux (l'un des déterminants de la bonne performance opérationnelle de *LTC Manufacture*).
- Excellence opérationnelle et formation : *Tolomei* dispose de filiales dédiées à la formation du personnel.
- Ventes : *MDO* (filiale de *LTC*) fournit certains composants à *MMD* (filiale de *Tolomei*).
- Fonctions supports : certaines fonctions supports ont déjà été mutualisées entre *Tolomei* et *LTC*.

3.2. Stratégie de réorganisation de l'ensemble des activités du groupe envisagé par *Tolomei*

L'Offre intervient dans un contexte plus large d'une réorganisation du groupe *Tolomei*. Les Co-Initiateurs se sont engagées à réaliser un certain nombre d'opérations en vertu d'un protocole d'accord en date du 3 octobre 2022 (ci-après le « **Protocole** » ou le « **MoU** » pour *Memorandum of Understanding*). Le Protocole précise les termes et conditions des opérations envisagées, leur calendrier, les engagements de chacune des parties ainsi que les termes et conditions des pactes d'associés devant être mis en place au niveau de *LTC* et *Newco Epidaure*.

La signature du Protocole modifie également certaines stipulations du pacte d'actionnaires signé en septembre 2017 par *Tolomei* et *QLG* afin de refléter leur volonté de mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de *LTC*.

Le Protocole fera l'objet d'un accord définitif (« **l'Accord d'Investissement** ») dont la signature ne pourra intervenir qu'à l'issue des délais de finalisation du processus réglementaire d'information et de consultation des institutions représentatives du personnel des sociétés concernées.

Les opérations de réorganisation envisagées permettront :

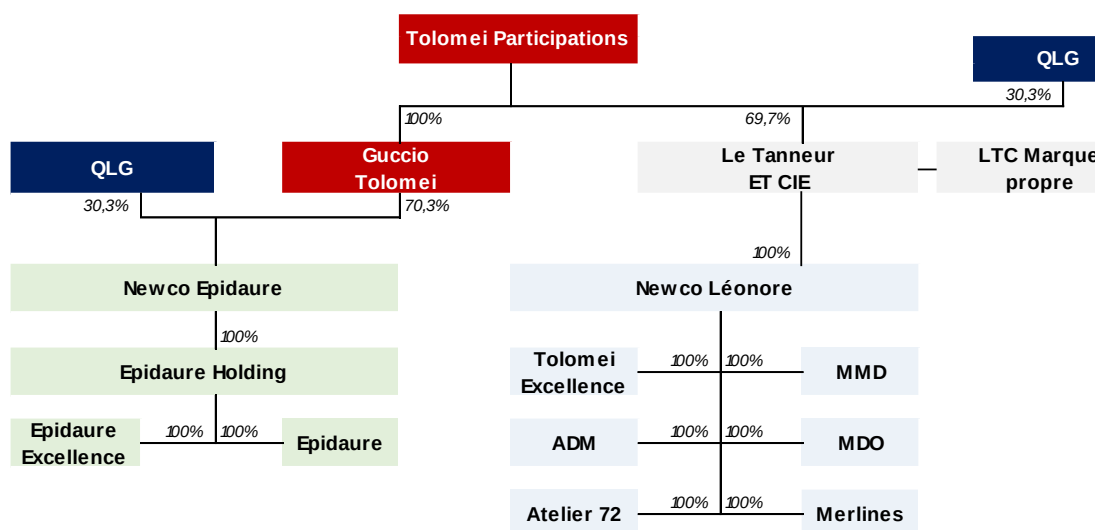
- le regroupement de certaines des activités de sous-traitance de *Tolomei* (*ADM*, *Tolomei Excellence*, *Atelier 72* et *MMD*, ci-après les « **Entités Léonore Apportées** ») avec celles de *LTC* (*MDO* et *Merlines*) sous la société *NewCo Léonore*, détenue à 100% par *LTC* et constituant le périmètre « **Léonore** »,
- la prise de participation de *QLG* dans les autres activités du groupe *Tolomei* (soit les sociétés *Epidaure* et *Epidaure Excellence*, ci-après les « **Entités Epidaure** ») regroupées sous la société *Epidaure Holding*, détenue par *NewCo Epidaure*, elle-même conjointement détenue par *QLG* et *Guccio Tolomei*, constituant le périmètre « **Epidaure** ».

A l'issue de ces opérations :

- *QLG* verra sa participation au capital de *LTC* ramenée de 38,4 % à 30,3 %, le solde étant détenu indirectement par *Tolomei*.
- *QLG* détiendra 30,3 % au sein de *Newco Epidaure* aux côtés de *Guccio Tolomei*.

L'organigramme du groupe *Tolomei* après réorganisation des activités est présenté ci-dessous.

Organigramme du groupe Tolomei après réorganisation



Source : MoU

Opérations relatives au périmètre Léonore

La constitution du périmètre Léonore comprend deux opérations principales.

Dans une première opération, *LTC* acquiert une fraction des actions des Entités Léonore Apportées. Cette opération sera financée par :

- un prêt bancaire souscrit par *LTC* pour un montant de l'ordre de 22,2 m€,
- une augmentation de capital de *LTC* souscrite par *QLG* de l'ordre de 12,2 m€ sur la base d'un prix fixé à 3,50 € par action,
- un apport en compte courant de la part de *Tolomei* d'un montant total de 6,1 m€, après remboursement du compte courant existant.

Dans une seconde opération, le solde des actions des Entités Léonore Apportées sera apporté par *Guccio Tolomei* à *LTC*. *LTC* réalisera une augmentation de capital à un prix fixé de 3,50 € par action pour rémunérer l'apport réalisé par *Guccio Tolomei*.

Par ailleurs, le compte courant d'associé de *QLG* de 2 m€ sera incorporé au capital social de *LTC* sur la base de 3,50 € par action également.

Enfin, *LTC* transférera les titres des Entités Léonore Apportées, de *MDO* et de *Merlines* à *Newco Léonore*.

Opérations relatives au périmètre Epidaure

La constitution du périmètre Epidaure comprend deux opérations principales.

Dans une première opération, *Newco Epidaure* acquiert une fraction des titres *Epidaure Holding* auprès de *Guccio Tolomei*. Cette acquisition sera financée par :

- un prêt bancaire souscrit par *Newco Epidaure*,



-
- un apport en numéraire de QLG au profit de *Newco Epidaure*.

Dans une seconde opération, le solde des titres *Epidaure Holding* sera apporté par *Guccio Tolomei* à *Newco Epidaure* et rémunéré par une augmentation de capital de *Newco Epidaure*.

3.3. Implications sur la démarche d'évaluation

Dans le cadre des opérations de réorganisation des activités du groupe *Tolomei*, *LTC* procèdera à une augmentation de capital au prix de 3,50 € par action *LTC*, venant rémunérer l'apport par *Guccio Tolomei* d'une fraction des titres des Entités Léonore Apportées et l'apport en numéraire réalisé par *QLG*. Bien que cette augmentation de capital ait lieu après l'Offre, nous considérons que le prix, qui a d'ores et déjà été convenu entre les parties pour cette augmentation de capital, constitue une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société.

4. Description de l'Offre et modalités d'appréciation de l'équité de ses conditions financières

4.1. Description de l'Offre et des effets attendus du rapprochement avec Tolomei

4.1.1. Description de l'Offre

En vertu du protocole d'accord conclu entre *Tolomei Participations* et *QLG*, emportant notamment la conclusion d'un nouveau pacte d'actionnaires entre les Co-Initiateurs, *Tolomei Participations* et *QLG* déclarent désormais agir de concert vis-à-vis de la Société.

Les Co-Initiateurs détiennent de concert 11 941 339 actions *LTC*, représentant autant de droits de vote, soit 98,33% du capital et des droits de vote de la Société.

Comme prévu aux termes du Protocole, *Tolomei* et *QLG*, prenant acte du fait que la cotation des actions *LTC* ne présentait plus un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre *LTC*, ont décidé, en application de l'article 236-3 du règlement général, de déposer une offre publique de retrait au prix de 4,30 €.

En application des articles 237-1 et suivants du règlement général, les Co-Initiateurs demanderont, à l'issue de l'offre publique de retrait, le retrait obligatoire des titres n'ayant pas été apportés à l'Offre.

4.1.2. Effets attendus du rapprochement avec *Tolomei Participations* et de la réorganisation du groupe *Tolomei*

Les Co-Initiateurs souhaitent poursuivre les orientations stratégiques mises en place par la Société et accompagner son développement. Ils considèrent que l'Offre (et la réorganisation subséquente de *Tolomei*) ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique industrielle, commerciale et financière de la Société, ni donner lieu à des synergies additionnelles par rapport aux initiatives mises en place depuis 2017.

4.2. Caractéristiques de l'Offre et objectifs du présent rapport d'expertise

L'analyse de l'Offre fait apparaître trois caractéristiques importantes. Il s'agit :

- (i) d'une offre de retrait déposée à l'initiative des Co-Initiateurs à la suite de du Concert,
- (ii) qui se conclura nécessairement par l'expropriation des Actionnaires Minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'Offre dans la mesure où, en application des articles 237-1 et suivants du règlement général, les conditions de mise en œuvre d'un retrait obligatoire sont d'ores et déjà remplies, les Co-Initiateurs détenant de concert 98,33% du capital et des droits de vote de la Société,
- (iii) qui s'inscrit dans le cadre d'une réorganisation plus large des activités de *Tolomei* à l'issue de l'Offre, impliquant notamment la signature d'un certain nombre d'accords connexes et la réalisation de transactions sur le capital de *LTC* et/ou entre *Tolomei* et *QLG* postérieures à l'Offre.

Dans ce contexte, le présent rapport d'expertise poursuit deux objectifs : (i) s'assurer que les conditions financières de l'Offre n'ont pas été biaisées par d'éventuels conflits d'intérêts et (ii) s'assurer du caractère équitable du Prix d'Offre dans le contexte d'un retrait obligatoire.

Le prix d'Offre doit intégrer de façon satisfaisante la valeur des titres de la Société dans le contexte de la stratégie de réorganisation envisagée par les actionnaires actuels et conduite par le management en place (ci-après « **Valeur Intrinsèque** » des titres de la Société).

4.3. Modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre

4.3.1. Caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard des accords conclus entre Co-Initiateurs et notamment des opérations de réorganisation de Tolomei subséquentes à l'Offre

A l'issue de l'Offre, la Société sera détenue à 100% par les Co-Initiateurs et le MoU prévaudra au sein de *LTC*. *QLG* et *Tolomei* mèneront à leur terme l'ensemble des opérations décrites dans la section précédente concernant les périmètres Léonore et Epidaure à savoir : (i) *LTC* contrôlera l'ensemble des entités du périmètre Léonore et (ii) *QLG* entrera, aux côtés de *Tolomei*, au capital de *Newco Epidaure*.

Nous nous sommes assurés que les opérations de réorganisation connexes à l'Offre au sein du groupe *Tolomei*, prévues dans le MoU ne sont pas de nature à impacter l'Offre.

Les périmètres Léonore et Epidaure ont été évalués sur la base d'un multiple d'EBITDA prospectif identique. Ce multiple correspond à la moyenne des multiples observés dans le secteur. *LTC* ne dégageant pas de marge, cette méthode n'a pu être mise en place.

Dans la mesure où *Tolomei* et *QLG* n'ont pas les mêmes poids relatifs au sein des différents périmètres, la valeur de 3,50 € par action *LTC* retenue pour les différentes opérations d'apport subséquentes à l'Offre, a résulté d'une négociation entre *Tolomei* et *QLG*.

Le fait que le Prix d'Offre soit supérieur à cette valeur d'apport de 3,50 € permet donc de présumer que les conditions financières de l'Offre n'ont pas été biaisées au détriment des Actionnaires Minoritaires.

Afin de nous assurer également que les valeurs retenues pour les autres périmètres (Léonore et Epidaure) dans le cadre de cette réorganisation, étaient raisonnables, nous avons également procédé à des travaux d'évaluation des périmètres Léonore (*ADM*, *Tolomei Excellence*, *Atelier 72* et *MMD*) et Epidaure (*Epidaure* et *Epidaure Excellence*) en nous appuyant sur la mise en œuvre de la méthode DCF, méthode retenue dans nos travaux d'évaluation de la Société (cf. *supra*).

Pour ce faire, nous avons eu accès au rapport de *due diligence* financière et à un *addendum* préparés par *PwC* dans le cadre de la réorganisation du groupe *Tolomei*. Ces documents couvrent des éléments financiers et opérationnels (notamment des comptes de résultat, bilans et tableaux de flux de trésorerie synthétiques, ainsi qu'un plan d'affaires) portant sur *LTC* et les autres filiales du groupe *Tolomei* des périmètres Léonore et Epidaure.

Par ailleurs, les Co-Initiateurs souhaitent poursuivre les orientations stratégiques mises en place par la Société et accompagner son développement. Ils considèrent que l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique industrielle, commerciale et financière de la Société.

L'Opération s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de *LTC*. Les Co-Initiateurs n'anticipent donc aucune synergie résultant de l'Offre dans la mesure où le contrôle de la Société reste inchangé.

Compte tenu des besoins de financement de *LTC* pour poursuivre son développement, les Co-Initiateurs n'envisagent pas de proposer de distribution de dividendes à court terme.

Enfin, les Co-Initiateurs considèrent que l'Offre assurera aux actionnaires minoritaires de la Société une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions. Elle permettra également à la Société de simplifier son fonctionnement opérationnel en s'exonérant des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions *LTC*.

4.3.2. Caractère équitable du Prix d'Offre dans la perspective du retrait obligatoire

Comme mentionné précédemment, le Prix d'Offre est aussi un prix d'indemnisation dont l'équité doit être appréciée au regard des deux considérations suivantes.

- (i) Le Prix d'Offre doit intégrer de façon satisfaisante la valeur des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires actuels et conduite par le Management en place.
- (ii) Les synergies attendues directement de l'Opération n'étant pas significatives, il n'est pas nécessaire de vérifier formellement que le Prix d'Offre intègre tout ou partie de celles-ci. En revanche, le Prix d'Offre doit intégrer la valeur des titres de la Société dans des scénarios alternatifs. De ce fait, le Prix d'Offre doit faire ressortir une prime par rapport aux estimations issues de l'évaluation multicritères mise en œuvre pour estimer la Valeur Intrinsèque. Il appartient alors à l'expert de qualifier cette prime puis de conclure sur cette base sur le caractère équitable du prix d'indemnisation proposé.

5. Estimation de la Valeur Intrinsèque des titres *Le Tanneur & Cie*

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action *Le Tanneur*. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Conformément à la recommandation *AMF 2006-15* relative à l'expertise indépendante, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

5.1. Estimation de la Valeur Intrinsèque fondée sur les références d'évaluation disponibles

5.1.1. Actif net comptable

Dans le cas présent, l'actif net comptable par action ne peut être considéré comme une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, notamment parce qu'il n'intègre pas les perspectives futures de croissance et de rentabilité de la Société.

Au 31 décembre 2021, l'actif net comptable part du groupe de la Société s'établissait à 6,8 m€, soit 0,56 € par action. Au 30 juin 2022, sur la base du dernier arrêté comptable non audité, il ressort à 5,5 m€, soit 0,45 € par action.

5.1.2. Cours de bourse

Comme indiqué précédemment, les conditions d'une bonne efficience du marché du titre *Le Tanneur* ne nous semblent pas réunies. La Société n'est pas suivie par les analystes, les volumes échangés sont particulièrement faibles (rotation du flottant de 0,14x sur les 12 derniers mois précédents l'annonce de l'Offre) et la volatilité du cours particulièrement élevée.

Pour ces raisons, nous considérons que le cours de bourse avant Opération ne constitue pas une référence pertinente pour déterminer la Valeur Intrinsèque de la Société.

A titre d'information, le Prix d'Offre de 4,30 € s'établit à un niveau supérieur de 9,7 % au cours du 29 septembre 2022 (et à des niveaux supérieurs de respectivement 5,1 %, 4,5 %, 7,6 % et 11,5 % aux cours moyens pondérés sur un mois, trois mois, six mois et douze mois). Sur les 12 derniers mois au 29 septembre 2022, seule une séance de cotation a clôturé à un cours égal à 4,30 €, soit 0,9% des séances de cotation du titre. Le cours de clôture n'a jamais été supérieur à 4,30 € depuis janvier 2022.

Primes extériorisées par le Prix d'Offre

	Cours de bourse moyen pondéré	Pirme induite par le Prix d'Offre
Cours spot au 29 septembre	3,92 €	9,7%
Dernier mois	4,09 €	5,1%
3 derniers mois	4,12 €	4,5%
6 derniers mois	4,00 €	7,6%
12 derniers mois	3,86 €	11,5%
Minimum 1 an	3,02 €	42,4%
Maximum 1 an	4,30 €	-

Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes
Sources : Capital IQ

5.1.3. Transactions récentes sur le capital

Aucune opération significative n'est intervenue sur le capital de *LTC* depuis l'OPAS initiée par *Tolomei* en 2017.

Cependant, nous avons considéré que, dans la mesure où le prix auxquelles elles seront réalisées était d'ores et déjà fixé (3,50 € par action *LTC*), les augmentations de capital au profit des Co-Initiateurs qui auront lieu à l'issue de l'Offre fournissaient une référence de valeur pertinente de la Valeur Intrinsèque de la Société. Le Prix d'Offre extériorise ainsi une prime de 22,9% par rapport à cette référence.

La référence de valeur donnée par la prise de contrôle par *Tolomei* en septembre 2017 (au prix de 2,50 € par action) est quant à elle trop ancienne pour constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque de *LTC*.

5.2. Estimation de la Valeur Intrinsèque fondée sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles

5.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque, nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur du portefeuille d'activités (ou « valeur d'entreprise »), (ii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs/passifs hors exploitation courante (iii) et, enfin, par solde entre ces deux composantes, la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais s'avèrent, dans la pratique, trop difficiles à mettre en œuvre pour fournir une estimation fiable de la valeur des capitaux propres. En effet, la première nécessite de nombreuses hypothèses quant à la structure de financement future de la société évaluée et la prise en compte subséquente d'un taux

d'actualisation variable dans le temps, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation du portefeuille d'activités de *Le Tanneur* sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir la méthode DCF (pour *Discounted Cash Flows*), la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables. Pour les raisons exposées plus loin (cf. infra, sections 5.4 et 5.5), les deux dernières méthodes, qui relèvent de l'approche analogique de l'évaluation, ne permettent pas d'obtenir des résultats pertinents pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque.

Dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode DCF, nous nous sommes appuyés sur le Plan d'Affaires élaboré par le Management et son conseil qui a servi de base à la réorganisation du groupe *Tolomei* et aux différentes opérations décrites plus haut. Le Plan d'Affaires couvre la période 2022-2024 et présente un niveau de détail par entités.

Avant de détailler les résultats des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre, nous présentons les deux autres éléments qui permettent d'estimer la Valeur Intrinsèque des titres *LTC*, à savoir l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation courante (section 5.2.2) et le nombre d'actions de la Société (section 5.2.3) à la date d'évaluation.

5.2.2. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante à la date d'évaluation

L'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après. Nos travaux d'évaluation sont fondés sur le dernier bilan de *Le Tanneur* disponible à la date des présentes, à savoir le projet de comptes semestriels non audité au 30 juin 2022.

Par commodité, la date d'évaluation retenue pour l'actualisation des flux dans le cadre de la méthode DCF est le 30 juin 2022.

La dette financière nette au 30 juin 2022 se monte à 11,0 m€ dont 16,8 m€ de dette financière principalement constituée (i) d'emprunts amortissables², (ii) d'un prêt garanti par l'Etat (ou PGE) et (iii) d'une dette contractée auprès des actionnaires contrôlants de la Société. La trésorerie se monte à 5,9 m€.

Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables

La Société a enregistré des pertes au cours des années précédentes et le stock de déficits fiscaux reportables s'élève à 18,8 m€ (activé et non activé) au 31 décembre 2021³.

Pour estimer les économies fiscales afférentes à ces déficits, nous avons simulé l'utilisation de ces déficits en considérant les résultats imposables futurs de la Société, sans limitation dans le temps et sur la base du taux d'impôt prévalant en France. La valeur actuelle de ces économies fiscales a ensuite été estimée en utilisant le même taux d'actualisation que celui retenu pour actualiser les *free cash flows* en vue de l'estimation de la valeur d'entreprise (cf. *infra*).

² Il s'agit de prêts garantis par l'Etat accordés en 2020 et convertis en emprunts amortissables.

³ Dernière estimation disponible communiquée par le Management.

Provisions

La Société affiche également des provisions pour un montant total de 2,8 m€ qui correspond principalement à des provisions pour indemnité de départ en retraite et, dans une moindre mesure, à des provisions pour risques et charges.

Impôts différés actifs sur provisions

Les provisions pour risques courants et indemnités de fin de carrière sont intégrées nettes des impôts différés actifs associés, en considérant le taux d'impôt français sur les sociétés en vigueur.

Synthèse

Le tableau ci-après fournit une synthèse des éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Endettement financier net / (Trésorerie nette) et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30 juin 2022

k€	Scénario Bas S1 2022	Scénario Haut S1 2022
+ Dettes financières	16 839	16 839
- Total Trésorerie	5 881	5 881
Dettes financières nettes (trésorerie nette)	10 957	10 957
- Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables	3 275	3 610
+ Provisions pour risques et indemnités de fin de carrière	2 842	2 842
- IDA sur provisions	734	734
Endettement financier net / (trésorerie nette) et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30 juin 2022	9 791	9 455

Sources : Société, Accuracy

5.2.3. Nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur de l'action à partir de la valeur estimée des capitaux propres

A la date de l'Opération, le capital de LTC est composé de 12 144 192 actions. Il n'existe aucun autre instrument donnant accès au capital, ni aucune action détenue en propre par la Société.

5.3. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode DCF

5.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

Période couverte par le Budget

Le flux de trésorerie du second semestre 2022 a été calculé par différence entre le budget⁴ élaboré par la Société en vue de l'Opération pour l'année 2022 et les comptes provisoires au premier semestre 2022 communiqués par la Société.

⁴ Le budget pris en compte est en réalité un *reforecast*, il s'agit donc d'un budget revu en août 2022 à l'aune des réalisations des premiers mois de 2022.

Période couverte par le Plan d'Affaires du Management

L'estimation des flux de trésorerie prévisionnels pour la période 2023-2024 s'est appuyée sur les prévisions préparées initialement en mai 2021 et amendées en août 2022 sur la base du *reforecast* par le Management de *LTC* dans le cadre de l'Opération.

Sur la base de nos discussions avec le Management et son conseil financier, nous comprenons que le Plan d'Affaires, qui prévoit notamment un retour à la rentabilité de *LTC Marque Propre* en 2023, reste ambitieux. Le Management nous a d'ailleurs confirmé dans une lettre d'affirmation que ces prévisions représentaient à ce jour les meilleures estimations d'un scénario ambitieux de développement de la Société.

La réalisation du Plan d'Affaires de *LTC Marque Propre* dépend en grande partie de sa capacité à se développer à l'étranger et à accroître ses ventes en ligne. En effet, les perspectives de croissance en France via le réseau de magasins (détenus en propre ou franchisés) ou les détaillants multimarques sont limitées et ne permettront pas, à elles seules, d'atteindre la taille critique souhaitée et de redresser ainsi les performances de cette activité.

Etant donné les incertitudes qui pèsent actuellement sur la réussite du Plan d'Affaires de l'Activité Marque Propre, nous avons distingué deux scénarios de développement pour cette dernière à compter de l'année 2023 (ces deux scénarios ayant des incidences sur la période d'extrapolation et sur le flux normatif évoqué ci-après). Le premier scénario (ci-après le « **Scénario Haut** ») correspond sur la période du Plan d'Affaires aux prévisions élaborées par le Management tandis que le second scénario (ci-après le « **Scénario Bas** ») consiste à dégrader la croissance du chiffre d'affaires de 5% et 10% en 2023 et 2024 et les niveaux de marge d'EBITDA de 50% attendues sur ces deux années.

Dans le Scénario Haut, les hypothèses retenues sont celles du Plan d'Affaires préparé par le Management et peuvent être résumées ainsi :

- *LTC Marque Propre* :
 - croissance soutenue des ventes en 2023-24 sur les principaux canaux de distribution, en particulier des ventes en ligne à l'international (ventes en ligne disponibles dans 200 pays dont 40 actifs dès aujourd'hui ainsi que le développement des plateformes en particulier *Amazon* et *Zalando*), et montée en gamme des produits vendus,
 - montants d'achats relativement stables du fait d'une sécurisation des approvisionnements permettant de limiter les effets de la hausse de l'inflation,
 - augmentation annuelle des autres coûts directs et indirects inférieure à la croissance des ventes, permise par un recours accru à des canaux de distribution ayant des coûts fixes plus faibles (notamment les plateformes de ventes en ligne qui prennent en charge les coûts liés aux dépenses de marketing).

Ces effets combinés permettent au Management d'anticiper une forte amélioration de la marge d'EBITDA à l'horizon 2024 sur l'activité marque propre, à nouveau bénéficiaire sur la période du Plan d'Affaires.

- *LTC Manufacture* :
 - croissance du chiffre d'affaires de 2021 à 2024 portée par (i) un accroissement du nombre d'heures vendues pour le site de MDO, (ii) la montée en puissance de *Merlines* lancé en 2021 et (iii) l'augmentation progressive des coûts horaires de la main-d'œuvre,

-
- hausse des achats rapportés au chiffre d'affaires compensée par une baisse des coûts directs de main-d'œuvre du fait de gains de productivité, permettant une relative stabilité de la marge brute par rapport au budget,
 - légère baisse des charges externes (comprenant notamment le personnel administratif et d'autres coûts indirects) par rapport au budget notamment grâce au moindre recours à l'intérim, des économies sur les coûts des fonctions support intragroupes et des équipements industriels.

Ces effets combinés permettent au Management d'anticiper une amélioration de la marge d'EBITDA à l'horizon 2024 sur *LTC manufacture*.

Comme indiqué précédemment, dans le Scénario Bas, seules les hypothèses du Plan d'Affaires portant sur *LTC Marque Propre* ont été ajustées. En effet, la croissance du chiffre d'affaires de l'Activité Marque Propre sur la période du Plan d'Affaires repose sur le développement continu de nouveaux canaux de distribution, en particulier le digital, sur lequel les prévisions s'avèrent plus complexes. De surcroît, ce Plan d'Affaires n'intègre pas la situation sanitaire mondiale pouvant impacter le niveau des ventes de la marque. Enfin, la progression du niveau de marge opérationnelle dépend également de la réussite de la stratégie de montée en gamme de *Le Tanneur* qui n'a pour le moment pas encore atteint ses objectifs.

Autres composantes des flux de trésorerie prévisionnels

S'agissant des investissements, nous avons retenu les hypothèses du Management sur la période du Plan d'Affaire qui intègrent une forte hausse en 2022 pour l'équipement des sites industriels de Merlines et *MDO*.

D'importants investissements sont également prévus en 2023 sur l'Activité Marque Propre pour accompagner la modernisation du réseau (notamment la rénovation des boutiques).

Le BFR 2022 a été construit sur la base de l'atterrissage 2022. Notons que le BFR est attendu en forte hausse en 2022 du fait d'une forte hausse du niveau de stocks (déjà observable dans les comptes provisoires en juin 2022) en raison notamment des besoins de stocks accrus induits par l'activité de vente en ligne.

Période d'extrapolation établie par Accuracy (2025-2030)

Au-delà de l'horizon relativement court du Plan d'Affaires, nous avons considéré une période d'extrapolation de six ans, portant ainsi la période de prévisions explicites à neuf ans. Le choix de la durée de cette période d'extrapolation se justifie par l'existence d'un potentiel de croissance sur les années suivant celles couvertes par le Plan d'Affaires.

Sur la durée de la période d'extrapolation, les flux de trésorerie ont été déterminés sur la base des hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires : décroissance linéaire du taux de croissance entre les taux retenus pour l'année 2024 pour chacune des deux activités et le taux perpétuel retenu pour l'estimation de la valeur terminale (+1,75% par an, cf. *infra*, section 5.3.2).
- Marge d'EBITDA : interpolation linéaire entre le niveau de marge d'EBITDA retenu en 2024 et les niveaux estimés en année normative (2031) pour chacune des deux activités (cf. *infra*, section 5.3.2). Le taux de marge est donc décroissant sur l'Activité Marque Propre, avec une diminution plus rapide en Scénario Bas qu'en Scénario Haut, du fait des hypothèses différenciées de marge.

Le reste des hypothèses retenues pour la période d'extrapolation est en ligne avec les hypothèses du Plan d'Affaires, notamment en ce qui concerne le taux d'imposition et la variation du besoin en fonds de roulement.

5.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur terminale au terme de l'horizon de prévisions explicites (soit 2030) a été déterminée par la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

Le Plan d'Affaires fait ressortir des taux de marge d'EBITDA supérieurs aux taux observés historiquement, en particulier pour *LTC Marque Propre*, qui affichent des taux de marge positifs, bien supérieurs aux taux historiquement réalisés par *Le Tanneur*, dans le contexte d'un développement soutenu de l'activité à l'international et à la montée en gamme des produits. Ces niveaux de marge induisent des taux de rentabilités (ci-après « **Rentabilité Economique** » ou « **ROCE** ») élevés compte tenu de la faible intensité capitalistique de la Société.

Ces taux de marge ne nous semblent donc pas pérennes à long terme, car ils n'intègrent pas l'érosion probable de la marge sous l'effet conjugué (i) d'un contexte de concurrence accrue, (ii) d'une tension croissante sur les recrutements et les niveaux de salaires afin de soutenir la croissance et (iii) d'une augmentation significative de la taille de la Société conduisant très probablement à supporter des coûts de structure additionnels liés à l'expansion géographique des activités.

Dès lors, afin de tenir compte des menaces qui pèsent sur la capacité de la Société à garder un niveau de rentabilité aussi élevé que celui anticipé à la fin du Plan d'Affaires, nous avons retenu deux scénarios qui se différencient par le niveau de rentabilité considéré en année normative.

S'agissant de l'Activité Marque Propre, nous avons considéré :

- dans le Scénario Haut, un taux de marge d'EBITDA normatif de 5%, qui suppose une réduction limitée de la rentabilité par rapport au niveau estimé à la fin du Plan d'Affaires,
- dans le Scénario Bas, un taux de marge d'EBITDA normatif plus prudent de 3% qui justifie au regard des marges négatives de la Société sur les dernières années.

S'agissant de l'Activité Manufacture, nous avons considéré dans les deux scénarios un taux de marge d'EBITDA normatif de 7%, correspondant à la marge moyenne anticipée sur la période du Plan d'Affaires (2022-2024). Ces hypothèses induisent des niveaux de ROCE compris entre 20% et 25% qui restent largement supérieurs au coût d'opportunité du capital estimé pour l'activité de la Société.

Dans les deux scénarios, nous avons modélisé des charges relatives à la participation sur les bénéfices en France. Nous avons en effet considéré que *Le Tanneur* supporterait une charge relative à la participation sur les bénéfices, une fois les déficits fiscaux intégralement consommés (la consommation des déficits venant en effet annuler l'assiette de calcul – fiscale – de la participation).

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 1,75%. Ce taux est voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme dans la zone Euro et cohérent avec les composantes implicites du taux sans risque prises en compte dans la détermination du taux d'actualisation (*cf. infra*, section 5.3.3).

Le niveau des investissements s'établit à 2,0% du chiffre d'affaires pour les deux activités, en ligne avec les hypothèses retenues par le Management et qui permet de soutenir la croissance anticipée sur les deux activités.

Nous avons retenu un niveau de BFR normatif correspondant au niveau moyen observé entre 2019 et 2022. Ce niveau structurellement positif est cohérent avec les niveaux historiques constatés.

5.3.3. Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les flux de trésorerie espérés de la Société. Le taux d'actualisation à utiliser, couramment désigné par l'acronyme WACC, peut être estimé de deux manières différentes. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l'actif économique de l'entreprise (ou « coût d'opportunité du capital ») qui est la source des *free cash-flows* ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le *pool* de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*).

L'approche du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à prendre en compte les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de *Modigliani et Miller* (1958) que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. Enfin, elle est source d'erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe.

Pour cette raison, nous préférons utiliser l'approche alternative selon laquelle les flux espérés sont actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »). Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l'actif économique de l'entreprise. Pour obtenir ce coût d'opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l'activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) selon lequel le coût d'opportunité du capital (k_a) est égal à :

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_M$$

Où : R_F = taux d'intérêt sans risque ou loyer de l'argent

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_M = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

Taux d'intérêt sans risque exigé par les investisseurs (R_F)

La crise financière de 2007-2009 et la crise des dettes publiques en Europe ont ouvert une période de volatilité inhabituelle des taux de rendement servis par les emprunts d'État.

Peu après le début de la crise, la Fed et la Banque centrale européenne ont rapidement baissé leurs taux d'intérêt indicateurs (à près de 0%), entraînant une chute des rendements actuariels des obligations d'État. La crise des dettes souveraines a ensuite marqué une certaine polarisation au sein de la zone Euro avec (i) d'un côté une baisse des taux de rendement des pays considérés

comme « sûrs » en termes de risque de crédit (*flight-to-quality*) et (ii) de l'autre une forte hausse des taux de rendement dans les pays tels que la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

En outre, afin de soutenir leurs économies, la Fed (fin 2011), suivie par la BCE (en 2015), a eu recours à l'injection massive de capitaux via le rachat d'instruments financiers (*quantitative easing* ou QE). Conséquence directe de cette politique, les taux de rendement des obligations souveraines ont enregistré une forte baisse jusqu'à extérioriser des niveaux inférieurs aux perspectives d'inflation. Les dernières déclarations des banques centrales, à la suite de la crise sanitaire actuelle, suggéraient d'ailleurs la poursuite du *quantitative easing*.

Pour contrer la hausse de l'inflation, la Fed a relevé cinq fois ses taux depuis le début de l'année, la dernière augmentation de son principal taux directeur de 75 points de base a été annoncée le 21 septembre 2022. C'est un tournant monétaire majeur qui met fin à la politique des taux négatifs. De son côté, la BCE a relevé ses taux directeurs de 50 points de base, une première fois en juillet 2022. Puis en septembre 2022, à nouveau rattrapée par les records d'inflation, la BCE a accéléré sa politique de resserrement monétaire avec une nouvelle hausse de 75 points de base.

La situation observée de taux négatifs ces dernières années peut s'envisager à court/moyen terme, mais n'est pas acceptable à long terme. Cela viendrait remettre en question la notion même de valeur temporelle de l'argent (ou « *time value of money* ») à la base des modèles d'évaluation usuels. Les dernières prises de décision de la BCE semblent d'ailleurs suggérer une inversion de la tendance observée ces dernières années

Dans ce contexte, nous considérons que les rendements actuariels observés sur les obligations d'État ne constituent pas une référence de taux sans risque satisfaisante et préconisons de recourir à une approche normative, dérivée de l'équation de *Fisher* :

Taux sans risque (nominal) = taux d'intérêt réel + inflation attendue à long terme

- Nous considérons que les taux d'intérêt devraient revenir vers un niveau normatif à long terme. Il s'agit alors d'estimer le taux d'intérêt réel et d'estimer un taux d'inflation de long terme, cohérent avec celui retenu pour l'estimation du taux de croissance perpétuel.
- S'agissant du taux d'intérêt réel, nous retenons un taux d'intérêt réel exigé par les investisseurs sur une maturité courte de 1,0%, en ligne, par exemple, avec le rendement moyen des bons du Trésor observé sur la période 1900-2020 par Dimson, Marsh et Staunton⁵ au Canada (1,5%), en Grande-Bretagne (1,1%) et aux États-Unis (0,9%)⁶. S'agissant de taux d'intérêt réel, une fois corrigé de l'effet de l'inflation, qui est l'un des principaux facteurs de différence entre les taux d'intérêt des pays, l'absence de quelques grands pays européens, comme l'Allemagne ou la France, ne nous semble pas remettre en cause nos conclusions.

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la Zone Euro, celui-ci peut être estimé à 1,75% (en ligne avec le taux d'inflation attendu par le consensus Bloomberg pour l'année 2024, soit un niveau voisin de celui observé en 2019 et un peu inférieur à l'objectif de 2,3% retenu par la BCE pour 2024).

Sur ces bases, le taux d'intérêt sans risque (R_F) retenu par *Accuracy* s'établit à 2,75 % (soit : 1,0% + 1,75%).

⁵ *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook* (Édition 2022), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.

⁶ L'Allemagne, l'Italie ou la France n'ont pu être retenues, car les bons du Trésor de ces pays ont extériorisé en moyenne sur 1900-2020 une rentabilité négative (respectivement -0,5 %, -1,6 % et -2,4 % sur la période 1900-2021) en termes réels en raison d'épisodes non anticipés de forte inflation. Dès lors, les pays anglo-saxons retenus apparaissent comme les proxys les plus pertinents pour estimer le taux réel.



Prime de risque de marché anticipée (P_M)

S'agissant de la prime de risque de marché (PRM), nous nous référons à nouveau aux travaux de *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* qui s'appuient sur une approche dite « historique ajustée ». En effet, les deux approches traditionnellement utilisées pour estimer la PRM (approche historique et approche prospective) ne permettent pas d'obtenir des estimations suffisamment fiables et cohérentes dans le temps de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché actions.

Dans l'édition 2022 du « *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook* », *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* se fondent ainsi sur 122 années de données pour estimer à 5,0% la PRM (par rapport à un taux sans risque fondé sur les bons du Trésor).

Bien que cette estimation soit cohérente avec leur étude initiale de 2006, nous estimons que la stabilité de la PRM estimée depuis le début des années 2000 peut être questionnée au regard des trois considérations suivantes :

- En premier lieu, après la fin de la guerre froide et l'avènement d'une mondialisation heureuse, les attentats du 11 septembre 2001 ont marqué un vrai changement dans la perception du risque géopolitique par les investisseurs, la visibilité offerte par la pérennité supposée de l'opposition Est-Ouest ayant fait place au sentiment d'insécurité provoqué par un multilatéralisme jugé incontrôlable.
- En deuxième lieu, la crise financière et boursière d'octobre 2008 a mis en lumière un risque systémique qui vient clairement limiter l'intérêt de la diversification internationale en termes de réduction du risque.
- En troisième lieu, alors qu'elle aurait dû favoriser la consommation et l'investissement en actifs risqués, la persistance de taux d'intérêt très bas en Europe et même l'avènement de taux d'intérêt négatifs ont paradoxalement provoqué une nette augmentation de l'épargne en actifs sûrs, ce qui traduit chez les investisseurs une peur indubitable du futur et un degré d'aversion pour le risque particulièrement élevé.

Au vu de ces éléments, il nous semble plausible que le mouvement de baisse enregistrée par la prime exigée amorcée sur la deuxième moitié du siècle dernier se soit inversé au début des années 2000 (augmentation de la prime de risque).

Cette hypothèse nous conduit donc à retenir une PRM légèrement plus élevée que celle estimée par *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton*. La prime de risque PRM retenue par *Accuracy* s'élève ainsi à 5,5%.

Coefficient bêta de l'activité (β_a)

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur une longue période (4 - 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15% sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de

la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

L'indice de marché considéré est le *MSCI World All cap (developped and developping markets)* (« ACWI »). Le secteur du luxe étant un marché mondial, cet indice semble être le plus pertinent puisqu'il prend en considération non seulement l'Europe et les Etats-Unis mais aussi et surtout l'Asie dont la Chine qui représente l'un des principaux moteurs de croissance du secteur du luxe.

L'échantillon de sociétés cotées considéré est le même que celui retenu en section 5.4 auquel nous ajoutons les sociétés *LVMH*, *Kering* et *Hermès*. Ces trois grandes maisons de luxe représentant les principaux donneurs d'ordre des sous-traitants de la maroquinerie, le niveau de risque de la Société leur est fortement corrélé. De plus, même si la marque *Le Tanneur* bénéficie d'une forte notoriété en France, celle-ci est assez limitée en dehors de l'Hexagone. De ce fait, les ventes de la branche *LTC Marque Propre* sont également directement liées à la notoriété des marques françaises, ainsi qu'à l'attrait des consommateurs pour les produits français.

En raison des effets sur les marchés financiers de la pandémie de Covid-19, nous avons mené une analyse quantitative au 29 septembre 2022 en ne considérant pas les périodes fortement impactées par la pandémie. Deux périodes ont été identifiées, l'une allant du 28 février 2020 au 5 juin 2020 et l'autre s'étalant du 30 octobre 2020 au 13 novembre 2020. Elles correspondent aux périodes d'interdiction de déplacement en France mise en place par le gouvernement français entraînant un arrêt partiel de l'économie et une forte volatilité des marchés financiers. En effet, retenir l'ensemble de la crise boursière liée à la pandémie de covid-19 induit un biais à la hausse, les coefficients observés après la survenance de la crise sanitaire étant largement supérieurs à ceux observés avant la survenance de la pandémie.

Le tableau ci-après présente les coefficients bêta obtenus pour l'ensemble des sociétés de l'échantillon.

LTC – Echantillon de sociétés – Calcul des coefficients Bêta

LTC - Coefficients bêta		Coefficients bêta désendettés					
Nom de la compagnie	Capitalisation boursière (m€) ¹	Post Covid-19		Post Covid-19 ajustés		Pré Covid-19	
		4A	5A	4A	5A	4A	5A
LVMH Moët Hennessy	328 457	0,88	0,91	1,02	1,05	0,84	1,01
Hermès International	135 427	0,82	0,85	1,19	1,21	0,87	0,82
Kering	63 782	0,85	0,90	1,09	1,16	0,89	0,97
Prada	13 481	1,21	1,20	1,17	1,17	1,15	1,18
Tapestry	8 303	1,59	1,54	1,36	1,30	n.a.	1,11
Burberry Group	7 981	1,41	1,40	1,21	1,20	1,57	1,48
Capri Holdings	6 622	1,90	1,97	1,32	1,39	n.a.	n.a.
Hugo Boss	3 833	1,60	1,57	1,04	1,03	1,48	1,03
Samsonite International	3 627	1,16	1,15	0,77	0,75	1,25	0,92
Brunello Cucinelli	3 601	1,34	1,36	1,35	1,37	1,05	n.a.
Salvatore Ferragamo	2 467	1,12	1,09	1,18	1,14	0,97	1,14
Mulberry Group	169	1,71	1,61	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Moyenne de l'échantillon		1,30	1,29	1,15	1,16	1,12	1,08

Note* : [1] Capitalisation boursière au 29/09/2022

Note** : n.a. correspond aux coefficients bêta dont le R² est inférieur à 15%

Sources : Capital IQ

Dans ce contexte, nous avons retenu un coefficient bêta de 1,16 qui correspond à la moyenne des coefficients bêta ajustés de l'échantillon estimé sur une période de 5 ans.

Ce niveau de coefficient bêta, issu d'une approche quantitative, est cohérent avec celui qui peut être appréhendé au travers d'une approche qualitative. En effet, les deux déterminants du risque



systematique qui pèse sur une activité (et donc sur son coefficient bêta) sont, d'une part, sa sensibilité à la conjoncture économique et d'autre part son levier opérationnel. D'un côté, le modèle économique de la Société, confère un caractère relativement risqué à l'activité avec un niveau de dépendance à l'environnement économique et au tourisme supérieur à la moyenne. En effet, la baisse de la fréquentation touristique en France, que ce soit en raison d'un contexte économique mondial moins favorable ou de risques sécuritaires (attentats en 2015 et 2016, crise de la pandémie de covid-19), a un impact direct sur l'activité de la Société que ce soit pour la branche *LTC manufacture* ou *LTC Marque Propre*. D'un autre côté, le levier opérationnel de la Société nous semble également élevé. En effet, la base de coûts est principalement constituée de frais de personnel (54% de la marge brute en moyenne sur les trois dernières années) et donc principalement fixes à court terme. Ces deux éléments justifient, au total, un niveau de coefficient bêta élevé.

Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 9,1%, soit :

$$k_a = R_F + [\beta_a \times P_M] = 2,75\% + [1,16 \times 5,5\%] = 9,1\%.$$

5.3.4. Résultats de la méthode

Comme indiqué dans le tableau ci-après, la méthode DCF fait ressortir une valeur des titres de *Le Tanneur* au 30 juin 2022 comprise entre 31,2 m€ et 43,8 m€ respectivement en Scénario Bas et en Scénario Haut, soit 2,57 € et 3,60 € par action.

LTC – Synthèse de l'évaluation – Méthode DCF

en k€	Scénario Bas	Scénario Haut
Valeur actuelle des flux 4T 2022-2024	3 746	4 676
Valeur actuelle des flux 2025-2030	14 600	18 057
+ Valeur actuelle de la valeur terminale	22 642	30 488
= Valeur d'entreprise au 30 juin 2022	40 988	53 222
- Endettement financier net / (trésorerie nette) et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30 juin 2022	9 791	9 456
= Valeur des fonds propres au 30 juin 2022	31 197	43 766
/ Nombre dilué d'actions	12 144 192	12 144 192
= Prix par action (€)	2,57 €	3,60 €

Sources : Analyses Accuracy

Sur cette base, le Prix d'Offre de 4,30 € par action proposé par l'Initiateur aux Actionnaires Minoritaires extériorise une prime comprise entre 19,3% et 67,4% par rapport à cette estimation de la valeur des titres.

A titre d'information, nous avons effectué une analyse de sensibilité sur les deux paramètres à même d'impacter les résultats de l'évaluation dans le cas présent, à savoir : (i) le taux de marge d'EBITDA normatif et (ii) le taux d'actualisation.

LTC – Analyse de sensibilité

Scénario bas		% Marge d'EBITDA normative				
		2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %
Taux d'actualisation	10,1 %	1,97 €	2,07 €	2,16 €	2,25 €	2,34 €
	9,6 %	2,15 €	2,25 €	2,35 €	2,45 €	2,55 €
	9,1 %	2,35 €	2,46 €	2,57 €	2,68 €	2,79 €
	8,6 %	2,58 €	2,70 €	2,82 €	2,94 €	3,06 €
	8,1 %	2,84 €	2,97 €	3,10 €	3,23 €	3,37 €
Scénario haut		% Marge d'EBITDA normative				
		4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %
Taux d'actualisation	10,1 %	2,82 €	2,94 €	3,06 €	3,18 €	3,30 €
	9,6 %	3,05 €	3,18 €	3,32 €	3,45 €	3,58 €
	9,1 %	3,32 €	3,46 €	3,60 €	3,75 €	3,89 €
	8,6 %	3,62 €	3,78 €	3,93 €	4,09 €	4,25 €
	8,1 %	3,97 €	4,14 €	4,31 €	4,49 €	4,66 €

Sources : Analyses Accuracy

Pour mémoire, nous utilisons un taux de croissance perpétuelle de 1,75%, en ligne avec l'hypothèse de taux d'inflation long terme retenue dans les composantes du taux d'actualisation. Pour le calcul de la valeur terminale, nous ne considérons donc pas de croissance du flux de trésorerie en termes réels.

A titre d'information également, nous avons testé l'impact d'une modification du taux de croissance perpétuelle sur les résultats obtenus en Scénario Bas et Scénario Haut. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 1,25%, la valeur unitaire des actions *Le Tanneur* s'établirait à 2,48 € en Scénario Bas et 3,34 € en Scénario Haut. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 2,25%, la valeur unitaire des actions *Le Tanneur* s'établirait entre 2,67 € en Scénario Bas et 3,80 € en Scénario Haut. L'analyse de la sensibilité au taux de croissance perpétuelle est présentée en Annexe 4.

5.4. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode des comparaisons boursières

La méthode des comparaisons boursières consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples sur la base desquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants de la société étudiée. La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi en termes de stabilité et de régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de la méthode (en général données prévisionnelles sur deux ou trois ans). Malheureusement, la mise en œuvre de la méthode se heurte dans le cas de *Le Tanneur* à l'absence de société cotée développant précisément le même type d'activité.

5.4.1. Choix des multiples pertinents

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparaisons boursières, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER – *Price Earnings Ratio*) qui ne permettent pas de prendre en compte les écarts éventuels de structure financière. De la même manière, nous avons également écarté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité. En outre, compte tenu de la faible intensité capitalistique du secteur, nous privilégions les multiples d'EBITDA aux multiples d'EBIT. En effet, les multiples d'EBIT peuvent être biaisés par les charges d'amortissements liées aux actifs incorporels reconnus dans le cadre de l'allocation du prix d'acquisition (ou « PPA »), plus ou moins importantes selon le recours à la croissance externe par les sociétés de l'échantillon.

5.4.2. Sélection de l'échantillon de sociétés comparables

Afin de constituer un échantillon de sociétés cotées comparables, nous avons cherché à identifier des sociétés ayant une activité similaire à celle de *LTC*. Comme mentionné précédemment, il est très difficile d'identifier de telles sociétés en raison du positionnement unique adopté par *LTC*. En effet, les sociétés comparables sont rares, en raison de la spécificité de la double activité de la Société. Plus encore, pour la branche *LTC Manufacture*, il n'existe pas de sociétés comparables cotées dans le secteur de la sous-traitance de la maroquinerie haut de gamme en Europe. Les sociétés cotées dont l'activité principale est la sous-traitance sont principalement asiatiques et travaillent pour plusieurs secteurs, notamment l'automobile.

Dans une première étape, nous avons cherché à identifier des sociétés ayant une activité proche de celle de *Le Tanneur*. Ainsi, les sociétés sélectionnées exercent une activité dans le secteur de la maroquinerie haut de gamme, soumises au même marché sous-jacent que *Le Tanneur*. La description de ces sociétés figure en Annexe 3. Nous avons exclu les plus grands groupes engagés dans la maroquinerie (*LVMH*, *Kering*, *Hermès*) en raison de leur taille (appréciée grâce à la capitalisation boursière) et donc implicitement de leur degré de diversification, tant en termes d'activités que de produits et de marques.

Dans une seconde étape, nous avons étudié les niveaux de marge opérationnelle des sociétés ainsi que leur profil de croissance bénéficiaire. Le tableau ci-après présente les principales caractéristiques financières des sociétés retenues.

LTC - Echantillon de sociétés comparables – Caractéristiques opérationnelles

Echantillon de sociétés comparables					Marges EBITDA (%)			Croissance EBITDA	
Société	Pays	Devise	Cap. boursière (m)	CA 2021 (m)	EBITDA 2022 (%)	EBITDAe 2023 (%)	EBITDAe 2024 (%)	Cr. EBITDAe 2023 (%)	Cr. EBITDAe 2024 (%)
Prada	IT	EUR	12 100	3 928	24,2 %	25,9 %	26,7 %	17,3 %	13,1
Tapestry (ex-Coach)	US	EUR	7 018	6 852	20,0 %	21,5 %	21,1 %	14,9 %	5,8
Burberry	GB	EUR	7 970	3 270	31,9 %	27,5 %	30,1 %	6,0 %	5,8
Capri Holdings	GB	EUR	5 411	6 009	21,4 %	22,2 %	21,9 %	7,9 %	2,9
Hugo Boss	DE	EUR	3 317	3 484	13,5 %	14,0 %	14,8 %	9,6 %	12,8
Samsonite	LU	EUR	3 554	3 066	11,7 %	12,7 %	13,6 %	32,0 %	17,0
Salvatore Ferragamo	IT	EUR	2 393	1 267	13,4 %	9,9 %	12,9 %	(21,2)%	41,8
Brunello Cucinelli	IT	EUR	3 403	846	18,7 %	19,5 %	20,2 %	15,4 %	13,8
Moyenne de l'échantillon					19,3 %	19,1 %	20,2 %	10,2 %	14,1
Médiane de l'échantillon					19,4 %	20,5 %	20,7 %	12,3 %	13,0

Note* : Marges d'EBITDA retraitées des éléments relatifs à IFRS 16

Sources : Capital IQ au 30 septembre 2022



La société *Mulberry* a été exclue du calcul des valeurs moyennes et médianes de l'échantillon en raison de l'absence d'informations financières pour les années 2022 et 2023.

Malgré le redressement de la rentabilité de *LTC* attendu, les marges d'EBITDA de la Société restent largement inférieures à celles des sociétés de l'échantillon.

A l'issue de nos analyses, aucune des sociétés considérées ne nous semble pertinente pour l'évaluation de la Société.

5.4.3. Mise en œuvre et résultats de la méthode

Dans la mesure où aucune des sociétés composant l'échantillon de comparables n'est parfaitement comparable à *Le Tanneur* en termes d'activité, nous considérons que les conditions d'une mise en œuvre fiable de la méthode ne sont pas réunies.

Ainsi, les multiples obtenus pour l'ensemble des sociétés de l'échantillon sont présentés à titre d'information.

Les résultats obtenus par cette méthode feraient ressortir une valeur très inférieure à l'évaluation intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels présentée en section 5.3.

Comme expliqué ci-dessus, la méthode repose sur les multiples d'EBITDA. Ces multiples ont été calculés pour les sociétés composant l'échantillon sur la base des éléments suivants :

- Au numérateur, pour le calcul des valeurs d'entreprise : (i) capitalisation boursière au 30 septembre 2022, (ii) dette financière nette retraitée de l'impact de la norme IFRS 16.
- Au dénominateur, pour le calcul de l'EBITDA : prévisions d'EBITDA calendarisées sur la base du consensus des analystes financiers disponible au 30 septembre 2022 et ajustées de l'impact des normes IFRS 16.

Le tableau ci-après présente les multiples obtenus pour l'ensemble des sociétés de l'échantillon.

LTC – Echantillon de sociétés comparables – Multiples boursiers

Echantillon de sociétés comparables						VE/EBITDA (x)		
Société	Pays	Devise	Cap. boursière (m)	Dette nette (m)	VE (m)	VE/EBITDA 2022	VE/EBITDA 2023	VE/EBITDA 2024
Prada	IT	EUR	12 100	(530)	11 570	12,2x	10,4x	9,2x
Tapestry (ex-Coach)	US	EUR	7 018	755	7 773	5,7x	4,9x	4,7x
Burberry	GB	EUR	7 970	(994)	6 976	6,7x	6,3x	6,0x
Capri Holdings	GB	EUR	5 411	1 223	6 634	5,1x	4,8x	4,6x
Hugo Boss	DE	EUR	3 317	(265)	3 052	6,5x	5,9x	5,3x
Samsonite	LU	EUR	3 554	1 271	4 825	13,5x	10,2x	8,7x
Salvatore Ferragamo	IT	EUR	2 393	(364)	2 029	11,9x	15,1x	10,7x
Brunello Cucinelli	IT	EUR	3 403	93	3 496	22,1x	19,1x	16,8x
Moyenne de l'échantillon						10,5x	9,6x	8,2x
Médiane de l'échantillon						9,3x	8,3x	7,3x

Note* : Multiples d'EBITDA calculés sur la base d'un EBITDA retraité des éléments relatifs à IFRS 16

Sources : Capital IQ au 30 septembre 2022

Au final, nous avons donc écarté la méthode des comparaisons boursières pour l'estimation de la valeur de la Société.



5.5. Estimation de la Valeur de la Société via la méthode des transactions comparables

A la différence des cours boursiers utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transaction utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent généralement une prime de contrôle par rapport à la Valeur Intrinsèque des sociétés acquises. Cette prime de contrôle est le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction et traduit, le cas échéant, un surplus lié à la détention du contrôle elle-même.

De ce fait, la méthode des transactions comparables peut paraître adaptée au contexte spécifique de l'Offre, car elle permet en théorie de capturer deux composantes essentielles pour l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre proposé par l'Initiateur dans la perspective du retrait obligatoire, à savoir la Valeur Intrinsèque des titres de la société *Le Tanneur* et la valeur du contrôle.

Cette approche théorique se heurte malheureusement dans le cas présent à des écueils qui nous ont conduits à écarter la méthode.

- Il n'existe pas, à notre connaissance, de transaction portant sur des sociétés raisonnablement comparables à *Le Tanneur* en termes de mix d'activités, de modèle économique, de taille, de rentabilité et de zone d'implantation.
- L'information publique disponible sur la plupart des transactions est assez limitée, en particulier sur les perspectives de croissance bénéficiaire des cibles. L'échantillon des transactions comparables que nous avons constitué n'est donc pas assez significatif pour constituer une base d'analyse solide.

Comme pour la méthode des comparables nous avons constitué un échantillon de transactions dont les sociétés exercent une activité dans le secteur de la maroquinerie ou de la consommation haut de gamme. Etant donné la sensibilité à la conjoncture de ces activités, nous avons décidé de constituer un échantillon de transactions récentes (sur une période de 3 à 4 ans), en considérant que celles-ci sont les plus à même de rendre compte du contexte économique et concurrentiel prévalant à la date de l'évaluation malgré le contexte sanitaire.

LTC – Transactions comparables

Date	Cible	Acheteur	Pays	VE (m€)	EV/CA	EV/EBITDA
août-22	TOD'S	DeVa Finance	Italy	1 836	1,9x	11,8x
sept.-21	French Connection	Apinder Singh Ghura	GB	58	0,6x	7,6x
juin-21	Iconix Brand Group	Lancer Capital	US	608	5,8x	11,7x
nov.-20	Mulberry	Frasers Group	GB	191	1,3x	15,2x
août-19	Gruppo Rino Mastrotto	NB Renaissance	Italy	276	n.d.	6,7x
juin-19	IL Bisonte	Look Holdings	Italy	89	2,8x	n.d.
févr.-18	Perry Ellis	George Feldenkreis	US	400	0,5x	8,2x
Moyenne de l'échantillon					2,2x	10,2x
Médiane de l'échantillon					1,6x	10,0x

Sources : Capital IQ, MergerMarket

Il ressort de l'échantillon de transactions identifiées que les multiples observés sont hétérogènes. Les écarts de multiples observés d'une transaction à l'autre restent inexpliqués ; un multiple de transaction élevé peut en effet avoir des causes diverses : des perspectives de forte croissance bénéficiaire, un retournement en cours, une forte volonté d'acheter chez l'acquéreur, l'importance des synergies attendues, ou encore un mix de ces différents facteurs.

Sur ces bases et compte tenu des réserves que nous avons formulées plus haut à propos de la comparabilité des sociétés constituant l'échantillon avec *Le Tanneur*, nous avons considéré que les conditions n'étaient pas réunies pour permettre une mise en œuvre satisfaisante de la méthode.



6. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par *Natixis Partners* dans le contexte de l'Offre. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

D'un point de vue méthodologique, la Banque a adopté une approche d'évaluation multicritères très proche de la nôtre et retenu un panel de références et de méthodes d'évaluation également très proche du nôtre.

S'agissant des méthodes d'évaluation, la Banque retient, comme nous, uniquement la méthode DCF. Comme nous, elle ne retient pas les deux méthodes relevant de l'approche analogique, à savoir la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables. Du fait de la spécificité de la double activité de la Société, la Banque, comme nous, n'a pas identifié de société cotée ou ayant fait l'objet d'une transaction et qui soit réellement comparable, comme détaillé dans la section précédente.

S'agissant des références d'évaluation, la Banque retient celle du cours de bourse et celle constituée par les transactions récentes sur le capital de la société en 2017 et en 2022. De notre côté, nous avons considéré uniquement cette dernière transaction, considérant que la transaction sur le capital en 2017 était trop ancienne. S'agissant du cours de bourse avant annonce de l'Opération, nous considérons cette référence comme peu pertinente compte tenu de la faiblesse des volumes échangés (en valeur absolue et en proportion du flottant).

6.1. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par la Banque conduit, en valeur centrale, à une estimation de la valeur de l'action *Le Tanneur* (2,64 €) inférieure à celle qui résulte de nos propres travaux (3,09 € en milieu de fourchette, correspondant à la moyenne des estimations obtenues en Scénarios Haut et Bas).

L'estimation DCF obtenue par la Banque repose sur des modalités de mise en œuvre de la méthode différentes de celles retenues dans nos propres travaux.

- S'agissant du taux d'actualisation, les taux d'actualisation utilisés sont différents dans les deux rapports d'évaluation (11,2% pour la Banque et 9,1% pour *Accuracy*), avec plusieurs différences dans l'estimation de leurs composantes respectives et dans les méthodologies utilisées. En effet, le taux retenu la Banque repose sur une estimation à court terme du taux sans risque (moyenne du dernier mois des taux offerts par l'OAT 10 ans) et d'une prime de risque de marché prospective (prime de risque prospective dérivée de l'indice *Eurofirst 100*) estimée par un bureau d'études tiers, alors que, pour notre part, le taux d'actualisation repose sur une approche normative de ces deux paramètres.
- S'agissant des flux de trésorerie futurs, la Banque s'est appuyée sur le Plan d'Affaires ambitieux préparé par le Management. De notre côté, nous avons fait le choix de présenter deux scénarios afin de tenir compte dans un Scénario Bas d'une croissance moins ambitieuse de la branche marque propre. Ce choix témoigne d'une différence de modalités de traitement du risque spécifique de la Société dans l'évaluation.
- La Banque retient une période d'extrapolation de trois années (jusqu'en 2027), plus courte que la nôtre. Bien que la Banque ne considère pas une dégradation de la marge d'EBITDA,

la croissance du chiffre d'affaires à quant à elle été considérée comme stable à 4% sur toute la période d'extrapolation. De notre côté, nous avons jugé pertinent de réduire cette croissance de façon linéaire sur la période d'extrapolation. Le taux de croissance perpétuelle du chiffre d'affaires a été fixé par la Banque à 1,5 %, légèrement inférieur à celui que nous avons retenu (1,75 %).

Au total, ces choix conduisent la Banque à une estimation de la valeur d'entreprise de *Le Tanneur* de 41,8 m€, en dessous de celle résultant de nos propres travaux (47,1 m€ en milieu de fourchette). La profitabilité supérieure retenue par la Banque est plus que compensée par un taux d'actualisation supérieur au nôtre. Nous soulignons que l'amplitude de la fourchette d'évaluation ressortant de la mise en œuvre de la méthode DCF par la Banque est inférieure à la nôtre. En effet, la Banque détermine cette fourchette uniquement à partir de la sensibilité de la valeur au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini, tandis que nous établissons cette fourchette sur la base de deux scénarios et d'une sensibilité effectuée sur le taux de marge d'EBITDA normatif.

- Enfin, s'agissant des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur de marché des capitaux propres de la Société, la Banque aboutit à un montant de 9,7 m€ proche de notre milieu de fourchette (9,6 m€), la différence provenant uniquement de l'utilisation de taux différents pour l'actualisation des déficits fiscaux reportables.

6.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières

En raison de l'absence de sociétés parfaitement comparables, notamment en termes de mix d'activités, la Banque s'appuie sur un ensemble de neuf sociétés présentes dans les secteurs du luxe et de l'ultra-luxe.

Cet échantillon présente cinq sociétés communes au nôtre. En effet, nous avons écarté *LVMH*, *Hermès* et *Kering*, en raison d'une taille significativement supérieure à celle de la Société. Nous avons également exclu *Mulberry*, qui n'est suivie par aucun analyste sur nos bases de données financières. A l'inverse, nous avons inclus les sociétés suivantes :

- *Hugo Boss* qui a un positionnement premium/luxe comparable à *Le Tanneur* ainsi qu'une gamme de sacs en cuir,
- *Brunello Cucinelli* qui a un positionnement luxe et propose de nombreux articles en cuir,
- *Samsonite* qui se concentre sur des articles de voyage et des sacs sur le segment premium.

Tout comme nous, la banque conclut que la méthode des comparaisons boursières ne peut pas être mise en œuvre.

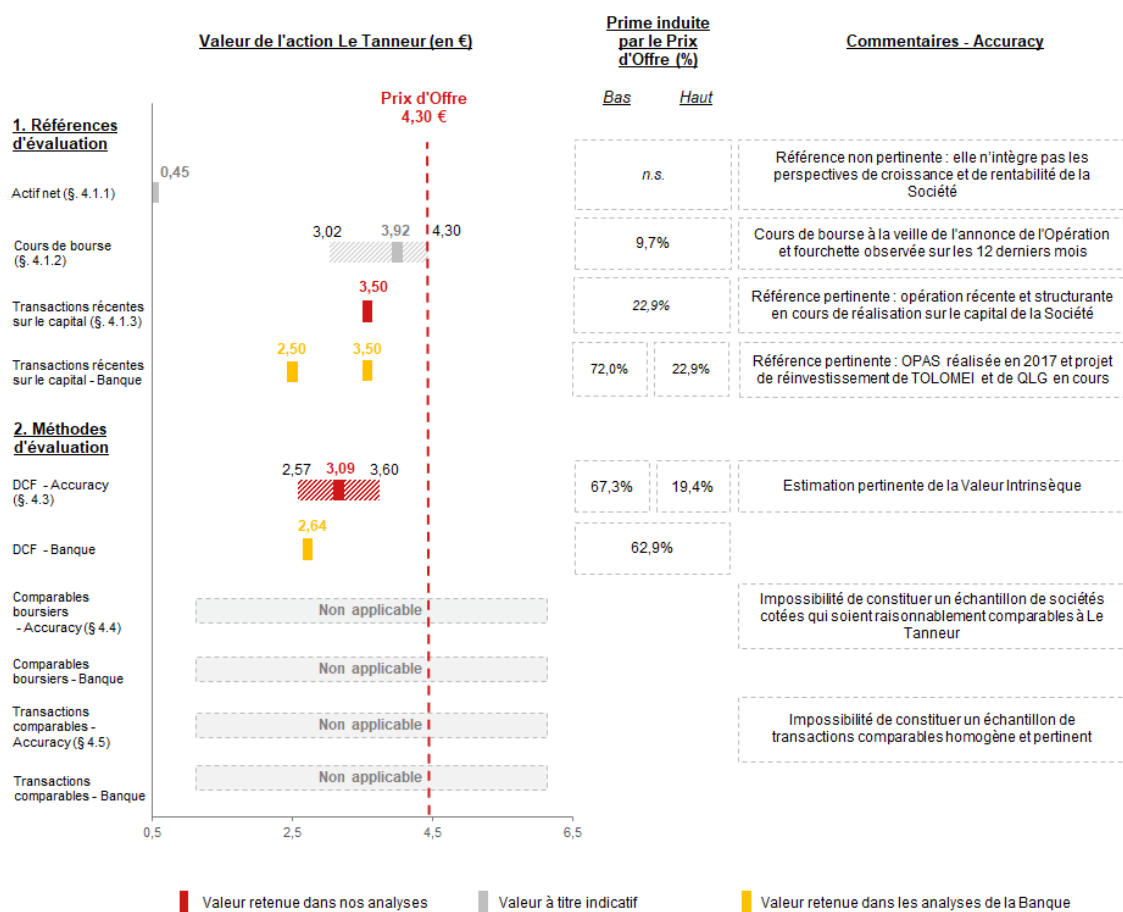
6.3. Modalités de mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

La Banque a retenu un échantillon de douze transactions jugées pertinentes, sur le segment du luxe (marques de luxe dans la maroquinerie et le prêt-à-porter, tanneries, commerce de cuir) et sur une période relativement longue remontant jusqu'à avril 2015. De notre côté nous nous sommes concentrés sur des transactions intervenues à partir de 2018. Les transactions sélectionnées par la Banque intervenues après 2018 et dont l'information concernant le multiple d'EBITDA est publique font toute partie de notre propre échantillon.

Au vu des transactions identifiées, nous arrivons à la même conclusion que la Banque quant à l'absence de transactions comparables récentes. Pour cette raison, nous n'avons pas mis en œuvre la méthode des transactions comparables, tout comme la Banque

6.4. Comparaison des résultats obtenus par *Accuracy* avec ceux de la Banque

Le graphique ci-dessous rappelle de façon synthétique les résultats de notre analyse des différentes références d'évaluation disponibles pour l'action *Le Tanneur* et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation intrinsèque et analogique, ainsi qu'une comparaison avec les résultats obtenus par la Banque.



7. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

Courant 2022, *Tolomei* et *QLG* ont entamé des discussions afin de redéfinir la stratégie à mener pour pérenniser les activités de la Société, déficitaire depuis de nombreuses années, et accélérer son développement. Ces discussions s'insèrent dans une réorganisation structurelle et opérationnelle de plus grande envergure au niveau de l'ensemble des activités du groupe *Tolomei*.

Tolomei et *QLG* (ci-après le « **Concert** », les « **Co-Initiateurs** ») ont pris acte du fait que la cotation des actions *LTC* ne présentait pas un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre *LTC* et ont décidé de lancer un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (« **l'Offre** ») sur les actions *LTC*. A la date de l'opération, les Co-Initiateurs détiennent conjointement 98,3 % du capital de la Société et les actions non détenues s'élèvent à 202 853.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'administration de la Société a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires. En l'absence d'administrateur indépendant, cette désignation a été soumise au droit d'opposition de l'AMF.

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de quatre dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » (alinéa I - 1°) ;
- (ii) « Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (alinéa I – 2°) ;
- (iii) « Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (alinéa I – 4°) ;
- (iv) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

Dans le cadre des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui nous conduise à penser que les accords conclus entre les Co-Initiateurs, en présence de *LTC*, ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

Nous avons porté une attention particulière au projet de réorganisation structurelle et opérationnelle du groupe *Tolomei* prévu dans le *Memorandum of Understanding*, signé le 3 octobre 2022 par les Co-Initiateurs. Il ressort en particulier de nos analyses que :

- La valeur de 3,50 € par action *LTC* retenue par les Co-Initiateurs pour les différentes opérations d'apport, correspond au haut de notre fourchette d'estimations de la Valeur Intrinsèque de *LTC*.
- De ce fait, le Prix d'Offre induit une prime de 23% par rapport à cette valeur ayant fait l'objet d'une négociation entre les Co-Initiateurs.

-
- Les valeurs retenues pour les opérations d'apport des titres des sociétés du périmètre Léonore et Epidaure semblent raisonnables et correspondent aux pratiques de marché.

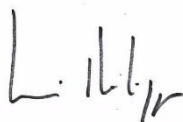
Dans la perspective d'un retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 4,30 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires de la Société est également équitable d'un point de vue financier. En effet, ce prix extériorise une prime par rapport aux estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre 19% et 67%, niveau de prime qui nous semble raisonnable au regard des considérations suivantes :

- Ce prix reflète un scénario relativement optimiste avec un objectif de retour à la rentabilité de la marque *Le Tanneur* dès 2023.
- Aucune synergie n'est anticipée, dans la mesure où le contrôle de la Société reste inchangé.

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de *LTC* dans le cadre du retrait obligatoire.

Paris, le 20 octobre 2022

Pour *Accuracy*,



Henri Philippe
Associé



Guillaume Charton
Directeur



Mathilde de Montigny
Directeur

Annexes

Annexe 1.	Lettre de mission.....	49
Annexe 2.	Etats financiers consolidés de la Société	56
Annexe 3.	Description de l'échantillon de sociétés comparables	59
Annexe 4.	Analyse de sensibilité – Taux de croissance normatif	60



Annexe 1. Lettre de mission



in excellent company

Le Tanneur et Cie

Lettre de mission

Expertise indépendante
dans le cadre du projet d'offre publique de retrait
suivi d'un retrait obligatoire sur les titres de la Société

Juillet 2022

Transactions

Disputes

Crises

Decisions



LETTRE DE MISSION

Le Tanneur et Cie
7 rue Tronchet
75008 Paris

A l'attention de **Eric Dailey**

Fait à Paris, le 18 juillet 2022

Confidentiel

Cher Monsieur,

Faisant suite à nos échanges, la présente lettre a pour objet de vous confirmer nos accords relatifs à la réalisation de travaux d'évaluation financière et la rédaction subséquente d'une attestation d'équité pour le compte de votre société (ci-après les « **Services** »).

L'Annexe A ci-jointe reprenant les conditions de la mission fait partie intégrante desdits accords.

Le Tanneur et Cie (ci-après désigné « **Le Tanneur** », le « **Client** » ou la « **Société** ») et *Accuracy* seront désignés conjointement comme les « **Parties** ».

Contexte et objet de la mission

Le Tanneur est une société spécialisée dans (i) la conception et la distribution de produits de maroquinerie sous marques propres (*Le Tanneur* et *Soco*) et la fabrication à façon d'articles de maroquinerie pour le compte de maisons de luxe.

Le Tanneur est cotée sur le marché réglementé de Euronext Growth à Paris et affiche une capitalisation boursière d'environ 50 m€ courant juillet 2022 (soit 4,14 € par action au 13 juillet 2022).

La Société est aujourd'hui détenue par *Tolomei Participations* (59,9%) et *Qatar Luxury Group* (38,4%), qui ne forment pas de concert.

Nous comprenons cependant que ces deux actionnaires envisagent un certain nombre d'opérations de réorganisation au sein des différentes participations de *Tolomei Participations* dont *Le Tanneur*. A cette occasion, *Tolomei Participations* et *Qatar Luxury Group* (ci-après le « **Concert** », « **l'Initiateur** ») formeraient un concert et déposeraient une offre publique de retrait (« **l'Offre** ») sur les actions *Le Tanneur* qu'ils ne détiennent pas à ce jour (1,7% du capital), qui sera suivie d'un retrait obligatoire.

C'est dans ce contexte, que vous nous avez sollicités afin qu'*Accuracy* intervienne en qualité d'expert indépendant aux fins de délivrer une attestation sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

L'Annexe B ci-jointe présente le programme de travail prévisionnel détaillé tel que nous l'envisageons à ce stade de notre connaissance du dossier.

Fondements réglementaires

La Société est tenue de désigner un expert indépendant dans la mesure où l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de la Société (article 261-1 I du règlement général de l'AMF), notamment car :

- La Société sera contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce de concert par les Initiateurs, avant le lancement de l'Offre (article 261-1 I alinéa 1 du règlement général de l'AMF).
- Les dirigeants de la Société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261-1 I alinéa 2 du règlement général de l'AMF).
- Il existe des opérations connexes de réorganisation envisagées par *Tolomei Participations* et *Qatar Luxury Group* susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix proposé aux actionnaires en contrepartie de leur désengagement du capital de la Société (article 261-1 I alinéa 4 du règlement général de l'AMF).

Enfin, l'Initiateur mettra en œuvre la procédure de retrait obligatoire de la Société à l'issue de l'Offre (article 261-1 II du règlement général de l'AMF), ce qui rend également obligatoire la désignation d'un expert indépendant.

Dans ce contexte, les travaux de l'expert indépendant auront plusieurs objectifs :

- L'expert devra s'assurer que les conflits d'intérêts éventuels n'ont pas biaisé les conditions financières de l'Offre.
- Il devra également s'assurer que l'Offre et les accords conclus dans le cadre de l'Offre n'ont pas eu d'impact significatif sur les conditions proposées aux actionnaires minoritaires.
- Enfin, il devra se prononcer sur le caractère équitable du prix de l'Offre comme prix d'indemnisation des actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

Cette déclaration d'indépendance concerne également M. Bruno Husson, associé honoraire d'*Accuracy*, en charge du contrôle qualité.

Produit fini

Nos travaux vous seront restitués sous la forme d'un rapport en français détaillant notre opinion sur l'équité des conditions financières de l'Offre envisagée.

Ce rapport d'expertise sera conforme à l'instruction n°DOC-2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF relative à l'expertise indépendante telle que modifiée le 10 février 2020 ainsi qu'à la recommandation n°DOC-2006-15 du 28 septembre 2006 de l'AMF telle que modifiée le 10 février 2020 sur l'expertise financière indépendante, et comprendra notamment les éléments suivants :

- une présentation synthétique d'*Accuracy*,
- la liste des missions d'expertise effectuées par le cabinet au cours des vingt-quatre derniers mois,
- un rappel du contexte de l'Offre, une analyse des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant et des implications éventuelles sur les contours de notre mission,
- la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF,
- la rémunération perçue dans le cadre de notre mission,
- une description détaillée des diligences mises en œuvre pour accomplir notre mission, dont notamment le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées, les sources d'information utilisées et le personnel associé à sa réalisation,

-
- notre propre estimation de la valeur des actions ordinaires de *Le Tanneur*, en *stand alone*, c'est-à-dire en dehors de tout effet attendu du rapprochement potentiel avec l'initiateur, selon une approche multicritères,
 - une analyse critique des travaux d'évaluation effectués par le ou les conseils de l'initiateur dont la banque présentatrice,
 - le cas échéant, notre analyse et appréciation des observations écrites effectuées par les actionnaires de la Société et nos réponses à ces observations,
 - notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant,
 - une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge du contrôle qualité de notre rapport d'expertise.

Ce rapport vous sera présenté au stade de projet pour être discuté et finalisé à la suite de vos commentaires. Il sera ensuite présenté au Conseil d'administration de la Société et pourra être rendu public dans la note en réponse relative à l'Offre conformément au règlement général de l'AMF.

Le contrôle qualité de nos travaux sera réalisé par M. Bruno Husson, associé honoraire d'Accuracy.

M. Husson n'est plus salarié d'Accuracy. Il sera rémunéré sur la base du temps passé pour ses diligences dans le cadre d'une facturation ponctuelle. Il pourra faire appel autant que de besoin à d'autres consultants d'Accuracy dans le cadre de sa mission de contrôle, en particulier si la complexité des modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission le nécessite.

Le contrôle qualité réalisé sous la direction de M. Bruno Husson interviendra en plusieurs temps :

- entretiens au démarrage de la mission portant sur le contexte et les caractéristiques de l'Offre, afin de délimiter les difficultés et zones de risques éventuelles,
- relecture critique du rapport pouvant conduire à modifier ou approfondir certaines analyses.

Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (modèle DCF en particulier) feront également l'objet d'une revue analytique par un consultant qui n'a pas participé à la mission.

Calendrier

Conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, notre mission d'expertise indépendante requiert un délai suffisant pour formuler notre opinion, délai qui ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

À ce stade, nous comprenons que l'annonce de l'Offre et le dépôt du projet de note sont prévus le 19 septembre 2022 et nous pourrions vous communiquer un premier projet de rapport courant septembre 2022. Nos travaux pourraient débuter dès le 22 août 2022, sous réserve de la non-opposition de l'AMF à cette désignation.

Ce projet de rapport sera ensuite finalisé à la suite de vos commentaires et nous ferons nos meilleurs efforts afin que sa version définitive soit disponible au moins une semaine avant le Conseil d'Administration de la Société devant rendre son avis motivé sur l'Offre (date non encore connue à ce jour).

Limites de notre intervention

Nous attirons votre attention sur le fait que nos travaux seront fondés sur les informations communiquées par la Société (états financiers historiques, budgets et prévisions) et ce sans vérification de ces informations de notre part.

Équipe et moyens matériels

Henri Philippe, Associé de notre société en charge de l'activité évaluations et attestations d'équité, supervisera la réalisation de l'ensemble de la mission. Il sera assisté par Mathilde de Montigny et

Guillaume Charton, *Directors*, ainsi que par une équipe de consultants spécialisés dans ce type de mission.

À titre indicatif, et compte tenu de notre connaissance actuelle du dossier et du calendrier fixé pour la réalisation de notre mission, nous anticipons une répartition des heures de travail comme présentée dans le tableau suivant.

Répartition estimée des heures de travail

	Semaine 1	Semaine 2	Semaine 3	Semaine 4	Total
Partner / Director	10	10	20	20	60
Manager	20	20	40	40	120
Analyste	40	40	40	-	120
Total					300
Revue qualité					
Partner / Director	2	2	2	8	14
Total (y/c revue qualité)					314

Un CV résumé des différents intervenants sur la mission est présenté en annexe.

En outre, *Accuracy* confirme disposer des moyens matériels nécessaires pour mener à bien une telle mission d'expertise indépendante. En particulier, *Accuracy* dispose :

- d'un accès aux bases de données financières suivantes : *S&P Capital IQ, Bloomberg, Thomson Reuters*,
- d'un accès à des bases de données d'études académiques.

Honoraires

Notre rémunération prendra la forme d'honoraires forfaitaires d'un montant de 70 000 (soixante-dix mille) euros hors taxes, frais et débours divers (lesquels s'élèvent à six pour cent de nos honoraires hors taxes).

Ces honoraires et les frais associés seront payables à la remise de notre attestation d'équité finale à la Société.

Ces honoraires prennent en compte le coût de la revue qualité.

Le montant d'honoraires a été établi sur la base du temps requis par les diligences nécessaires à la conduite de ce type de mission et la rédaction d'un rapport dans les délais susmentionnés.

Dans l'hypothèse où la mission d'*Accuracy* se prolongerait au-delà du calendrier susmentionné et/ou dans le cas où une modification significative des principales caractéristiques de l'Offre conduirait *Accuracy* à réaliser des travaux complémentaires (par exemple, dans le cas où d'autres catégories de titres seraient visées par l'Offre), les Parties conviennent de fixer d'un commun accord un budget additionnel d'honoraires. Ce budget sera fondé sur la base du temps passé au taux horaire habituellement pratiqué chez *Accuracy* dans ce type de mission en fonction de la séniorité des personnes concernées.

Sur la base de l'équipe mentionnée plus haut, nous estimons le coût hebdomadaire d'une semaine additionnelle à 25 000 euros, hors taxes et frais.

Conflit d'intérêts

En acceptant les termes de la présente lettre, vous reconnaissez nous avoir demandé expressément de fournir les prestations qui y sont décrites et vous renoncez par avance à toute réclamation fondée sur des allégations de conflit d'intérêts en relation avec ces prestations. Nous nous réservons le droit

de mettre fin à tout moment à notre mission dans le cas où nous jugerions que certaines circonstances ne nous permettent pas de poursuivre nos travaux de manière objective.

Intégralité de l'accord

Les Services seront fournis en vertu des dispositions de la présente lettre et de l'annexe A ci-jointe qui fait partie intégrante de la lettre de mission. Cette lettre ainsi que son annexe décrivent l'intégralité de nos accords relatifs aux Services. Elles remplacent et annulent toutes propositions, correspondances et accords antérieurs, qu'ils soient écrits ou oraux, entre les Parties. Les accords entre le Client et Accuracy contenus dans la présente lettre et son annexe ci-jointe demeureront applicables après la réalisation ou la résiliation de la présente mission. Dans le cas d'un conflit entre les dispositions de la présente lettre et l'une quelconque des dispositions figurant en annexe A ("les conditions de la mission"), les dispositions de l'annexe A prévaudront.

Valeur relative de la lettre de mission

Chaque Partie reconnaît qu'elle souscrit à la présente lettre de mission sur la base des accords et déclarations contenus aux présentes et à ses propres fins et non pour le bénéfice d'un tiers quelconque n'étant pas expressément identifié aux présentes.

Incessibilité

Chaque Partie à la présente lettre s'interdit de céder, transférer ou vendre, directement ou indirectement, à un tiers quelconque, toutes créances, qu'elle pourrait avoir à l'encontre de l'autre partie, découlant de la présente lettre de mission.

Intuitu personae

La présente lettre de mission est conclue intuitu personae. Aucune des Parties n'est autorisée à céder ou sous-traiter tout ou partie des obligations qui lui incombent au titre de la présente lettre de mission sans l'accord exprès et préalable de l'autre Partie.

Droit applicable

Les Parties entendent que d'éventuels désaccords ou litiges qui viendraient à les diviser quant à la validité, l'application ou l'interprétation de la présente lettre de mission, soient résolus conformément aux dispositions de droit français.

Litiges

Les Parties conviennent de soumettre tout différend qui ne serait pas réglé à l'amiable entre elles à la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Paris, même en cas d'appel en garantie ou de pluralité de défendeurs. Cette attribution de compétence s'applique également en matière de référé.

Veuillez croire, cher Monsieur, à l'expression de nos sentiments distingués.

L. r l l, -

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

Eric Danby

LE TANNEUR & CIE
S.A. au capital de 12 144 182 Euros - Siret 414 433 797 00662

Sigles administratif : APE 4772 B
Savoirs Technico
17 Allée du Lac de Tignes
73290 LA MOTTE-SERVOLÈX
Tél. : 04 79 81 60 60

Sigles social : APE 1512 Z
7 rue Tranchet - 75008 PARIS
Tél. : 01 44 72 40 00 - Fax : 01 44 72 40 49
www.letanneurcic.com

Eric Dailey
Représentant légal Le Tanneur & Cie

Annexe 2. Etats financiers consolidés de la Société

Le Tanneur - Bilan économique

en k€	2019	2020	2021	S1 2022
	Réalisé	Réalisé	Réalisé	Non audité
+ Immobilisations incorporelles	3 554	4 199	4 003	3 942
+ Immobilisations corporelles	3 121	3 974	5 627	6 119
+ Immobilisations financières	418	487	748	546
= Actif immobilisé	7 093	8 660	10 378	10 607
+ Stocks et en-cours	13 003	12 084	14 837	17 734
+ Créances clients	5 440	4 074	5 209	4 008
- Dettes fournisseurs	10 107	6 850	10 912	8 786
- Dettes fiscales et sociales	5 493	6 008	6 368	5 987
+ Autres actifs / passifs	(244)	832	1 670	667
= Besoin en fonds de roulement	2 599	4 132	4 436	7 635
en % du CA	4%	8%	7%	11%
+ Ecart conversion actif	-	-	-	(32)
+ Actifs d'impôts différés	663	662	646	1 066
= Capitaux employés	9 692	12 792	14 814	19 277
+ Capital social ou individuel	12 144	12 144	12 144	12 144
+ Primes d'émission, de fusion, d'apport	12 642	12 642	12 642	12 642
+ Réserves	(10 911)	(13 451)	(16 833)	(18 217)
+ Résultat Groupe	(2 575)	(3 255)	(1 613)	(1 565)
+ Subvention d'investissement	-	-	467	467
= Capitaux propres	11 300	8 080	6 807	5 471
+ Provisions pour risques et charges	3 065	2 823	2 972	2 842
+ Emprunts et dettes financières	1 144	21 323	16 587	16 839
- Trésorerie et équivalent de trésorerie	5 152	18 772	10 905	5 881
= Endettement financier net	(1 606)	4 712	8 008	13 800
+ Ecart conversion passif	-	-	-	5
= Capitaux investis	9 694	12 792	14 815	19 277

Sources : Rapports annuels



Le Tanneur – Compte de résultat

en k€	2019	2020	2021	S1 2022
	Réalisé	Réalisé	Réalisé	Non audité
Chiffre d'affaires	63 717	50 368	59 719	33 324
+ Produits d'exploitation	1 507	951	5 362	5 834
- Coût des ventes	24 967	17 352	21 509	22 834
= Marge brute	40 257	33 967	43 572	16 324
Marge en % du CA	63,2 %	67,4 %	73,0 %	49,0 %
- Autres achats et charges externes	18 631	14 726	20 145	5 570
- Impôts et taxes	951	933	785	7 095
- Charges de personnel	21 165	20 053	21 634	4 297
- Autres charges d'exploitation	-	66	100	1 220
= EBITDA	(490)	(1 811)	908	(1 858)
Marge en % du CA	(0,8)%	(3,6)%	1,5 %	(5,6)%
- Dotations aux amortissements et provisions	1 917	1 217	1 430	510
= EBIT	(2 407)	(3 028)	(522)	(1 858)
Marge en % du CA	(3,8)%	(6,0)%	(0,9)%	(5,6)%
+ Résultat financier net	(130)	(254)	(820)	0
= Résultat courant avant impôt	(2 537)	(3 282)	(1 342)	(1 858)
+ Résultat exceptionnel net	(63)	28	(287)	216
- Impôt sur le résultat	(25)	1	(17)	89
= Résultat net part du groupe	(2 575)	(3 255)	(1 612)	(1 731)

Source : Rapports annuels

Le Tanneur – Flux de trésorerie

en k€	2019	2020	2021	S1 2022
	Réalisé	Réalisé	Réalisé	Non audité
Résultat net consolidé	(2 575)	(3 255)	(1 613)	(1 565)
+ Dotation aux amortissements et provisions	264	921	1 426	525
+ Variation des impôts différés	(25)	1	16	(25)
+ Plus-values de cession, nettes d'impôt	604	(310)	(47)	130
= Marge brute d'autofinancement	(1 732)	(2 643)	(218)	(935)
+ Variation du BFR lié à l'activité	4 685	(1 533)	(157)	(3 508)
= Flux net de trésorerie généré par l'activité	2 953	(4 176)	(375)	(4 443)
+ Acquisition d'immobilisations	(1 011)	(3 002)	(3 223)	(1 548)
+ Cession d'immobilisations, nettes d'impôt	353	582	142	714
+ Incidence des variations de périmètres	-	-	(124)	-
= Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement	(658)	(2 420)	(3 205)	(834)
En % du CA	(1,0)%	(4,8)%	(5,4)%	(2,5)%
+ Augmentation de capital	-	-	467	-
+ Emissions d'emprunts	445	20 476	1 283	870
+ Remboursements d'emprunts	(279)	(299)	(6 019)	(596)
= Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	166	20 177	(4 269)	274
= Variations de trésorerie nette des activités	2 461	13 581	(7 849)	(5 004)
+ Trésorerie nette à l'ouverture	2679	5136	18753	10 885
+ Incidence des variations de cours des devises	(4)	35	-	(0)
= Trésorerie nette à la clôture des activités	5 140	18 717	10 904	5 881

Source : Rapports annuels

Annexe 3. Description de l'échantillon de sociétés comparables

Le Tanneur – Description de l'échantillon utilisé pour le calcul du coefficient bêta

LVMH	Fondé en 1987 à Paris, le groupe LVMH est présent dans cinq secteurs du luxe : mode & maroquinerie, parfums et cosmétiques, vins & spiritueux, montres & joailleries et distribution sélective. LVMH regroupe 75 Maisons qui totalisent près de 5000 magasins. Parmi les Maisons, on retrouve Louis Vuitton, Rimowa, Berluti, Fendi, Celine, Guerlin, Chaumet, Tag Heuer, Bulgari.
Hermès	Hermès est une entreprise française fondée à Paris en 1837 qui conçoit, fabrique et commercialise des produits de luxe, dans la maroquinerie, le prêt-à-porter, la parfumerie, l'horlogerie, la maison et les arts de la table. Hermès était à l'origine une manufacture de harnais et de selles.
Kering	Le groupe Kering, fondé en 1963 et basé à Paris, rassemble treize Maisons dans le mode, la maroquinerie, la joaillerie et l'horlogerie : Gucci, Saint Laurent, Bottega Veneta, Balenciaga, Alexander McQueen, Brioni, Boucheron, ...
Prada	Prada est une entreprise italienne qui produit et commercialise des sacs, des accessoires, des chaussures et des vêtements pour hommes et femmes sur le segment luxe dans le monde entier à travers 685 magasins en nom propre. L'entreprise, fondée en 1913 à Milan, regroupe la marque éponyme, ainsi que Miu Miu, Church's et Car Shoe.
Tapestry (ex-Coach)	Tapestry est une entreprise américaine dont les produits de luxe s'adressent en grande majorité aux femmes. L'entreprise commercialise ses produits via les marques Coach (945 magasins), Kate Spade (398) et Stuart Weitzman (100). Les produits incluent des sacs, de la petite maroquinerie, des articles de voyage et de bureau, et des accessoires de mode.
Burberry	Burberry est une entreprise anglaise qui produit et commercialise des produits de luxe pour hommes, femmes et enfants. Fondé en 1856, la marque Burberry est connue pour ses trenchs et son imprimé que l'on retrouve sur des vêtements, sacs, chaussures et accessoires. La marque est vendue à travers 456 points de vente dans le monde.
Capri Holdings	Capri Holdings est une entreprise américaine fondée en 1981 qui produit et distribue des produits de luxe via ses marques Michael Kors, Versace et Jimmy Choo. Les marques proposent des sacs, de la petite maroquinerie, du prêt-à-porter et des accessoires (lunettes, écharpes, bijoux et montres).
Hugo Boss	Hugo Boss est une entreprise allemande fondée en 1924. Via ses 1228 points de vente, Hugo Boss commercialise des vêtements, chaussures, sacs et accessoires historiquement pour hommes et pour femmes depuis 2000. La marque opère sur le segment premium/entrée de luxe, avec des lignes business, casual et athlétique.
Samsonite	Samsonite est une entreprise américaine créée en 1910 et basée à Hong-Kong qui produit et commercialise des articles de voyage premium dans le monde entier. A travers la marque éponyme, mais aussi via Tumi, American Tourister, Speck, High Sierra, Gregory, Lipault, Kamiliant, Hartmann et eBags, on retrouve des valises, sacs de voyage, sacs pour ordinateur et d'autres accessoires de voyage.
Salvatore Ferragamo	Salvatore Ferragamo est une entreprise italienne qui produit et commercialise des lignes de vêtements et d'accessoires de luxe pour hommes et femmes depuis 1927. Basée à Florence, la marque propose des produits en cuir comme des sacs, de la petite maroquinerie et des ceintures, ainsi que du prêt-à-porter, des accessoires de maison et des parfums.
Brunello Cucinelli	Brunello Cucinelli est une entreprise italienne fondée en 1978 à Solomeo. A travers sa marque, elle produit et commercialise des vêtements, accessoires et produits lifestyle pour hommes et femmes. La marque est vendue à travers 144 points de vente.
Mulberry	Mulberry est une entreprise anglaise fondée en 1971 qui produit et commercialise des sacs en cuir, briefcases, portes-monnaie, sacs-à-dos, sacs-à-main, ainsi que des accessoires et du prêt-à-porter, pour hommes et pour femmes, sur le segment luxe.

Sources : Sites internet des sociétés

Annexe 4. Analyse de sensibilité – Taux de croissance perpétuelle

Le tableau ci-dessous présente une analyse de la sensibilité de la valeur par action selon le taux de marge d'EBITDA normatif et le taux d'actualisation pour un taux de croissance perpétuelle fixé respectivement à 1,25%.

LTC – Analyse de sensibilité - Taux de croissance perpétuelle fixé à 1,25%

<i>Scénario bas</i>		% Marge d'EBITDA normative				
		2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %
Taux d'actualisation	10,1 %	1,92 €	2,01 €	2,10 €	2,19 €	2,28 €
	9,6 %	2,09 €	2,19 €	2,28 €	2,38 €	2,47 €
	9,1 %	2,28 €	2,38 €	2,48 €	2,59 €	2,69 €
	8,6 %	2,49 €	2,60 €	2,71 €	2,83 €	2,94 €
	8,1 %	2,73 €	2,85 €	2,98 €	3,10 €	3,22 €
<i>Scénario haut</i>		% Marge d'EBITDA normative				
		4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %
Taux d'actualisation	10,1 %	2,70 €	2,82 €	2,93 €	3,04 €	3,16 €
	9,6 %	2,92 €	3,04 €	3,16 €	3,29 €	3,41 €
	9,1 %	3,16 €	3,29 €	3,43 €	3,56 €	3,69 €
	8,6 %	3,43 €	3,58 €	3,73 €	3,87 €	4,02 €
	8,1 %	3,75 €	3,91 €	4,07 €	4,23 €	4,38 €

Le tableau ci-dessous présente une analyse de la sensibilité de la valeur par action selon le taux de marge d'EBITDA normatif et le taux d'actualisation pour un taux de croissance perpétuelle fixé respectivement à 2,25%.

LTC – Analyse de sensibilité - Taux de croissance perpétuelle fixé à 2,25%

<i>Scénario bas</i>		% Marge d'EBITDA normative				
		2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %
Taux d'actualisation	10,1 %	2,03 €	2,13 €	2,22 €	2,32 €	2,41 €
	9,6 %	2,22 €	2,32 €	2,43 €	2,53 €	2,64 €
	9,1 %	2,44 €	2,55 €	2,67 €	2,78 €	2,90 €
	8,6 %	2,69 €	2,81 €	2,94 €	3,06 €	3,19 €
	8,1 %	2,97 €	3,11 €	3,25 €	3,39 €	3,53 €
<i>Scénario haut</i>		% Marge d'EBITDA normative				
		4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %
Taux d'actualisation	10,1 %	2,95 €	3,08 €	3,21 €	3,33 €	3,46 €
	9,6 %	3,20 €	3,35 €	3,49 €	3,63 €	3,77 €
	9,1 %	3,50 €	3,65 €	3,80 €	3,96 €	4,11 €
	8,6 %	3,83 €	4,00 €	4,17 €	4,34 €	4,51 €
	8,1 %	4,23 €	4,41 €	4,60 €	4,79 €	4,98 €